

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2011

Bc. Darina Matalíková

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta

Studijní program: N 6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: Podniková ekonomika

Současná finanční krize (2007-2008): Analýza příčin a odhad důsledků

The Current Financial Crisis (2007-2008): The Analysis of Causes and Impacts

DP-EF-KEK-2011-35

Bc. Darina Matalíková

Vedoucí práce: Ing. Kocourek Aleš, Ph.D., katedra ekonomie

Konzultant: prof. Ing. Fárek Jiří, CSc., katedra ekonomie

Počet stran: 85

Počet příloh: 0

Datum odevzdání: 6. května 2011

Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci, 6. května 2011

Anotace

Tato diplomová práce se zaměřuje na objasnění příčin vzniku finanční krize, která propukla na americkém hypotečním trhu v období 2007-2008, popisuje její průběh a analyzuje její dopad na světovou ekonomiku i ekonomiku České republiky. Hlavním cílem práce je určit, jaké jsou možnosti předcházení budoucím finančním krizím. Autorka se zabývá úlohou současné ekonomie jakožto vědy, která má hledat účinné nástroje v prevenci proti krizím, řeší možnou proměnu měnové politiky, hodnotí efektivnost regulačních opatření v jednotlivých oblastech finančního sektoru a navrhuje způsoby, které minimalizují následky již vzniklých krizí.

Klíčová slova

ekonomie,

finanční krize,

finanční trhy,

hypoteční krize,

měnová politika,

regulace.

Annotation

This thesis focuses on explanation of causes of financial crisis that has aroused on the American real estate market in 2007-2008. It describes its process and analyses its impact on world economy and economy of the Czech Republic. The main goal is to define possibilities for future predicting of financial crisis. The authoress deals with the role of current economics as science that is supposed to look for effective tools to prevent from future crisis. She concerns with potential change of monetary politics, judges efficiency of regulatory measures in financial sector and suggests methods to minimize consequences of crisis that have already been caused.

Key Words

economics,

financial crisis,

financial markets,

mortgage crisis,

monetary policy,

regulation.

Obsah

Seznam obrázků.....	10
Seznam tabulek.....	10
Seznam zkratk.....	11
Úvod	12
1. Příčiny finanční krize	14
1.1 Politika zadlužování.....	14
1.2 Hypoteční krize.....	19
1.2.1 Bublina na hypotečním trhu	20
1.2.2 Banky v ohrožení.....	23
1.3 Financializace	25
1.4 Morální hazard	29
2. Dopady finanční krize na světovou ekonomiku.....	31
2.1 Rok 2007.....	31
2.2 Rok 2008.....	33
2.3 Rok 2009.....	39
2.4 Rok 2010 a 2011	43
3. Dopady finanční krize na ekonomiku České republiky.....	46
3.1 Vliv na vybraná odvětví.....	46
3.2 Opatření vlád ČR v boji proti krizi	51
4. Možnosti předcházení finančním krizím.....	54
4.1 Nový směr ekonomie	54
4.2 Proměna měnové politiky	58
4.3 Regulace finančního trhu	61
4.3.1 Basel III	64
4.3.2 Globální daň a globální makroregulátor.....	65
4.3.3 Jak odstranit morální hazard.....	68
4.4 Fiskální disciplinovanost států.....	69

Závěr	71
Seznam použité literatury	76

Seznam obrázků

Obrázek 1: Skladba zadluženosti v USA v letech 1975-2005.....	16
Obrázek 2: HDP a celková míra zadlužení v USA v letech 1976-2009.....	17
Obrázek 3: Vývoj základní úrokové sazby v USA v letech 1997-2008 (konec roku)	20
Obrázek 4: Prodejní cena nového rodinného domu v USA v letech 2000-2007.....	22
Obrázek 5: Financování úvěrů v ČR prostřednictvím primárních zdrojů	47
Obrázek 6: Vývoj HDP České republiky v letech 2008-2010.....	48
Obrázek 7: Vývoj průmyslové produkce ČR v letech 2008-2010	49
Obrázek 8: Nové zakázky v průmyslu ČR v letech 2008-2010	49

Seznam tabulek

Tabulka 1: Úvěrová expanze v USA v letech 1990-2007 (roční nominální míra růstu v %)	18
Tabulka 2: Vybrané kroky centrálních autorit - záchranné balíčky (v mld.)	36

Seznam zkratek

AIG	<i>American International Group</i>
CDO	zajištěné dluhové obligace (<i>Collateralized Debt Obligations</i>)
CDS	kreditní swap (<i>Credit Default Swap</i>)
CPI	index spotřebitelských cen (<i>Consumer Price Index</i>)
ČR	Česká republika
DJIA	<i>Dow Jones Industrial Average</i>
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie
FED	Federální rezervní systém (<i>Federal Reserve System</i>)
GM	General Motors
HDP	Hrubý domácí produkt
MMF	Mezinárodní měnový fond
NERV	Národní ekonomická rada vlády
NPP	Národní protikrizový plán
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
PPI	index cen průmyslových výrobců (<i>Producer Price Index</i>)
TUL	Technická univerzita v Liberci
USA	Spojené státy americké

Úvod

Za posledních třicet let se událo ve světě několik významných finančních krizí – z nedávného období lze vyjmenovat Latinskoamerickou dluhovou krizi v 80. letech, Asijskou finanční krizi z přelomu roků 1997-1998, Ruskou finanční krizi z roku 1998 či krizi v Argentině.

Současná finanční krize se však od ostatních výše v mnohém odlišuje, ať už v rozsahu, rychlosti rozšíření či velikosti ztrát. Předchozí krize měly silně negativní dopad tam, kde měly svůj původ – ve státě či v určitém regionu, ale dále se nerozšířily. Krize, která vznikla na trhu s nemovitostmi v USA v roce 2007, nepostihla pouze americké obyvatelstvo a hospodářství, ale během několika málo měsíců měla vliv na všechny světadíly světa, způsobila ztráty v objemu stovek biliónů dolarů a pocítily ji všechny ekonomické subjekty. Globálnost, která je jejím výrazným charakterem a epicentrum vzniku přímo ve světové velmoci přivedly mnoho států do recese, některé z nich téměř k bankrotu. Mnoho dalších faktorů přispělo k tomu, že se tak z původní hypoteční krize vyvinula krize finanční a následně světová ekonomická krize, která v některých ekonomikách přerostla do fáze politické krize.

Pro svou diplomovou práci jsem si zvolila jako téma analýzu současné finanční krize z důvodů, které jsem již zmínila výše – vliv této krize je celosvětový a stále aktuální. Zasáhla stát, ve kterém žiji a její dopady jsem pocítila já, má rodina i přátelé. V mém hlavním zájmu bylo především zjistit, kdo měl zodpovědnost, či co stálo za rozpoutáním této krizové situace, a zda-li je možné najít taková opatření, která by podobné finanční krizi v budoucnosti zabránila.

Hlavním cílem této diplomové práce je určit, jaké jsou možnosti předcházení budoucím finančním krizím, ať z hlediska změn ve fiskální a měnové politice, v regulaci či nového pohledu na aktuální roli ekonomie v reálném hospodářském životě.

Úvodní část této práce je věnována charakteristice příčin, které vedly ke vzniku finanční

krize a jejímu nabobtnání do podoby světové ekonomické krize. Práce popisuje dlouhodobý nepříznivý trend v zadlužování Spojených států amerických a jejich obyvatelstva, analyzuje vývoj hypoteční bubliny v USA a zkoumá míru vlivu finančních inovací a morálního hazardu ve finančním sektoru.

Druhá kapitola popisuje dopady finanční krize na světovou ekonomiku v průběhu jednotlivých let. Zabývá se počáteční vážnou situací na bankovních trzích ohrožených krizí likvidity i postupným přenesením problémů do reálných ekonomik vybraných zemí. Zároveň jsou zde uvedena opatření, ke kterým se centrální banky a vlády těchto států rozhodly přistoupit za účelem zmírnění rizik a následků finanční krize.

V další kapitole se zaměřuji na důsledky, které měla finanční krize na Českou republiku. Popisuji zde vliv krize na vybraná odvětví hospodářství a postup, jakým se vydaly české vlády v boji proti hospodářskému propadu, který započal v posledním čtvrtletí roku 2008 a trval po celý následující rok.

Stěžejní částí diplomové práce je poslední kapitola, v níž zjišťuji, jaké jsou možnosti předcházení budoucím finančním krizím. Nejprve se zabývám úlohou současné ekonomie, jakožto vědy, která má hledat účinné nástroje v prevenci proti krizím, následně řeším možnou proměnu měnové politiky a hodnotím efektivnost regulačních opatření v jednotlivých oblastech finančního sektoru. V závěru této kapitoly navrhuji způsoby, pomocí kterých by se státy mohly vyvarovat hlubším dopadům krizí na jejich ekonomiky.

V diplomové práci byla použita četná skupina českých zdrojů a některé zahraniční prameny. Protože finanční krize začala již v roce 2007, bylo vydáno poměrně mnoho publikací, jak od českých, tak cizích autorů, zabývajících se zmiňovanou problematikou. Tyto zdroje byly především využity při analýze příčin finanční krize a možnostech prevence před krizí budoucí. Při popisu dopadů krize na světovou ekonomiku a ekonomiku České republiky bylo čerpáno zejména z ekonomických a zpravodajských deníků a týdeníků (iHned, iDNES, Ekonom, Respekt aj.).

1. Příčiny finanční krize

Vznik současné finanční krize je často spojován se splasknutím bubliny na trhu s nemovitostmi. Iluze trvalého růstu cen domů se rozplynula se zvýšením úrokových sazeb a lidé začali mít problémy se splácením svých hypoték. To je však velmi zjednodušené konstatování. Příčin, které způsobily nejhorší recesi od 30. let je mnohem více a kořeny některých z nich sahají až o mnoho desítek let dříve.

1.1 Politika zadlužování

Druhá polovina 20. století přinesla ve vývoji světového hospodářství řadu změn. Nejvýraznějšími z nich se staly především nástup postindustriální společnosti a vznik nových ekonomických i politických přístupů.

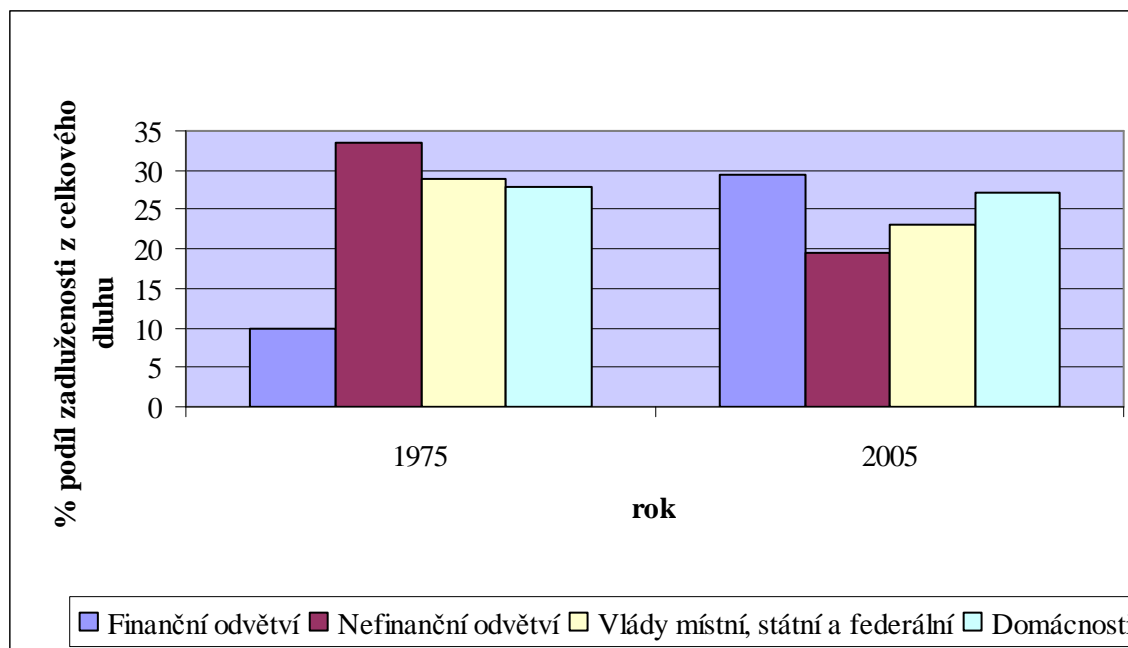
Již Velká hospodářská krize z roku 1929, následná dlouhodobá recese a zdevastovaný stav většiny ekonomik 2. světovou válkou daly podnět k přijetí nové ekonomické teorie v 50. letech. Do té doby uplatňovaný názor, že ekonomický systém má samoregulační schopnost oživení, totiž nedokázal najít účinné řešení na hromadné bankroty bank, pokles výroby a vysokou nezaměstnanost. Anglický ekonom John Maynard Keynes (1883-1946), tvůrce této nové teorie, spatřoval příčinu recese v nedostatečné agregátní poptávce. Východiskem pro něj byla její stimulace uskutečňovaná skrze státní rozpočtovou politiku. V praxi to znamená, že při stagnaci ekonomiky stát může více utrácet za účelem podpory růstu HDP, ale jakmile dojde k jejímu oživení a vstoupí do konjunktury, měl by stát dluh splatit a zároveň udržet svůj rozpočet v přebytku. Hlavním cílem J. M. Keynesa byla existence plné zaměstnanosti. Pokud ji nelze dosáhnout prostřednictvím navyšování státních výdajů, stát má přistoupit k úrokové politice.

Do konce 60. let bylo „keynesiánství“ velmi úspěšné a osvojila si je téměř většina vyspělých zemí. Vlády však neaplikovaly tuto teorii ve své politice doslova. Nedodržely poučení, že při přebytkovém rozpočtu mají hradit svůj dluh, takže i při silném hospodářském růstu značně vydávaly státní peněžní prostředky. Navíc si umožnily

snižovat reálnou hodnotu veřejného dluhu pomocí inflace tím, že v rámci úrokové politiky emitovaly velké množství peněz. V letech 1950-1995 dosahoval průměrný nominální celkový výnos amerických státních dluhopisů hodnoty 4,15 % ročně, přičemž míra růstu indexu spotřebitelských cen byla rovněž 4,15 % ročně. [1]

Tato politika financování vládních výdajů prostřednictvím zvyšování peněžní zásoby však vedla k výrazným inflačním tlakům, které napomohly zhoršit krizovou situaci v 70. letech. Keynesiánská teorie nenabízela účinný nástroj k boji s tímto výrazným růstem cenové hladiny. Proto začal vzrůstat zájem o nový ekonomický směr tzv. *monetarismus*, který poskytoval řešení, jak snížit inflaci a zároveň zachovat stabilitu hospodářského cyklu. Základní důraz byl kladen na kontrolu nabídky peněz v ekonomice, tj. na její každoroční zvyšování odpovídající růstu produktivity, a požadavek, aby centrální banky zvyšovaly úrokové sazby při přehřátí ekonomiky a vysoké inflaci a naopak během recese a nízké inflaci sazby snižovaly.

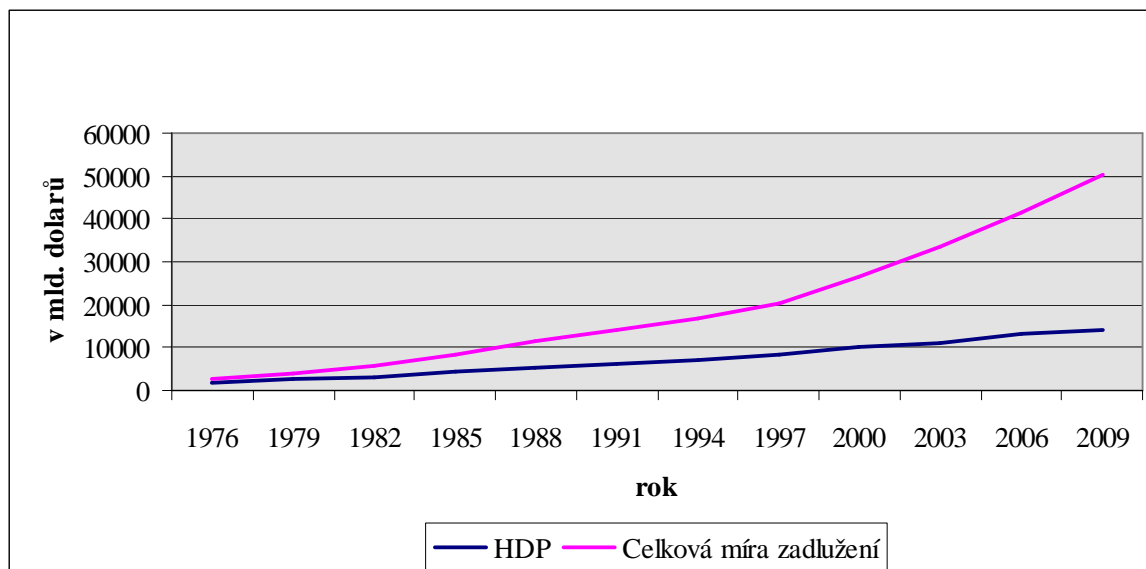
S nástupem nové americké politiky Ronalda Reagana v 80. letech se však objevil nový nepříznivý trend. USA si za účelem získání pozice vojenské velmoci nekontrolovatelně navyšovaly výdaje na zbrojení a dosáhly tak enormní zadluženosti. Mezi lety 1981-1988 vzrostl vládní dluh z 44 na 69 % HDP. Vysokými úrokovými sazbami se sice udržovala nízká inflace, ale na druhou stranu prudce stoupal kurz amerického dolaru. Hodnota dluhů, kterou ostatní země v této měně držely, tak stoupla až na dvojnásobek. Tím se zadluženost přenesla velmi rychle i do zahraničí. Také dluh finančních institucí začal nabývat na významu s rozmachem finančnictví. Ve stejném období se řadily tyto podniky mezi sektory s největším přírůstkem zadlužení, které vzrostlo z 22 na 42 % HDP. Pozoruhodná je i změna skladby zadluženosti. Z obrázku 1 lze vyčíst, že ještě na počátku 70. let činily půjčky finančních podniků přibližně 10 % celkového amerického dluhu, v roce 2005 se přiblížily jeho jedné třetině. [2]



Obr. 1: Skladba zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005

Zdroj: FOSTER, B. J., MAGDOFF, F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 48. [2]

Od počátku 90. let až do poloviny roku 2007, s výjimkou krizových let 2000 a 2001, bylo hospodářství USA na vzestupu (doprovázené nízkou hladinou inflace). Tento růst byl však vykoupen stále vyšším zadlužováním, což je pasovalo zároveň na prvenství země s nejvyšším dluhem na světě. Z obrázku 2 je patrné, že celkový americký dluh roste podstatně rychleji než ekonomická aktivita. Do roku 1985 se celková míra zadlužení rovnala dvojnásobku a do roku 2005 až tříapůlnásobku HDP.



Obr. 2: HDP a celková míra zadlužení v USA v letech 1976-2009

Zdroj: vlastní zpracování dle Federal Reserve System. [3]

Pozitivním jevem by bylo, kdyby takto ekonomiku stimuloval korporátní dluh, například prostřednictvím investic do nových technologií. Realita byla a je však taková, že největší podíl na ekonomickém růstu drží spotřebitelský dluh. Spotřební půjčkou však není dosaženo žádného aktiva vytvářející příjem, a proto lze hovořit pouze o mírném a krátkodobém účinku na ekonomiku. Obrázek 1 rovněž zachycuje, jak se podíl spotřebního zadlužení na celkovém dluhu výrazně nemění od roku 1975.

Ačkoliv v posledních desetiletích reálné mzdy stagnovaly, s výjimkou nepatrného vzestupu na konci 90. let, spotřeba se neustále zvyšovala. Americké rodiny se totiž pro udržení své dosavadní životní úrovně v období stagnujících mezd nechtěly omezovat, a tak si na své spotřební výdaje, nejčastěji na koupi nového auta či zaplacení studijních nákladů, půjčovaly. Problémem bylo, že si své dluhy splácely další půjčkou, takže se dostávaly do pastí, ze které není snadné a rychlé vyproštění. [2] S liberalizací pravidel pro poskytování úvěrů skrze zákon *Community Reinvestment Act*¹, jež uložil bankám, aby poskytovaly půjčky i rizikovějším klientům (menšinám a lidem s nižšími příjmy) a enormním přílivem

¹ Community Reinvestment Act byl schválen Kongresem v roce 1977.

imigrantů do USA v posledních dvou dekadách, došlo k výraznému vzrůstu poptávky také po vlastním bydlení (viz Tabulka 1).

Tabulka 1: Úvěrová expanze v USA v letech 1990-2007 (roční nominální míra růstu v %)

Rok	Hypoteční úvěry domácnostem	Spotřebitelské úvěry	Úvěry korporacím
1990	8,7	1,9	5,7
1991	6,9	-1,1	-2,1
1992	6,4	1,1	1,0
1993	5,5	7,4	1,2
1994	5,6	15,2	5,1
1995	4,8	14,4	8,8
1996	6,2	9,0	6,8
1997	6,1	5,5	10,6
1998	8,0	7,2	11,0
1999	9,4	7,8	10,0
2000	8,7	11,4	8,5
2001	10,5	8,7	4,6
2002	13,3	5,7	0,5
2003	14,2	5,2	1,8
2004	13,7	5,5	4,1
2005	13,1	4,3	6,1
2006	11,2	4,5	9,5
2007	6,8	5,6	13,1

Zdroj: MUSÍLEK, P., Globální finanční krize a institucionální uspořádání finanční regulace, s. 3.
[4]

Na přelomu tisíciletí bylo motivem k téměř nekontrolovatelnému půjčování postupné snižování úrokových sazeb během let 2000-2003. Dostupnost levných úvěrů způsobovala zvyšování poptávky nejen po domácím, ale i po zahraničním zboží, které bylo navíc i levnější díky vysokému kurzu dolaru. To se projevilo propadem bilance zahraničního obchodu USA z –365 mld. dolarů v roce 2001 na –612 mld. v roce 2004. [5]

Největší podíl na zadlužování tvořily hypoteční půjčky, pro většinu rodin

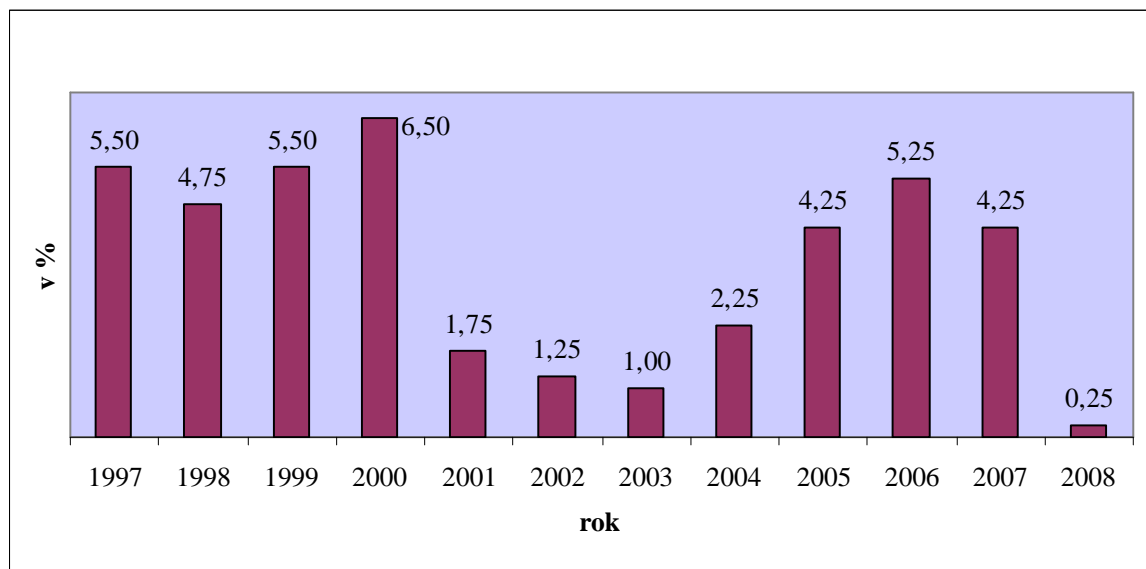
nejvýznamnější aktiva. V letech 2000 až 2006 vydaly domácnosti víc, než za celou předchozí dobu existence trhu s hypotékami. [6] Došlo k vytvoření úvěrové inflace, která následně vedla ke krizi na trhu hypoték.

1.2 Hypoteční krize

Splasknutí technologické bubliny² v roce 2000, kvůli které přišlo mnoho investorů o své peníze a následný teroristický útok v září roku 2001 signalizovaly pravděpodobné upadnutí americké ekonomiky do recese. Vyvarováním se této situace, rozhodla americká centrální banka o snížení základních úrokových sazeb z 6,50 na 1,75 % v roce 2001 (viz Obrázek 3). [5] Zároveň tak došlo i k poklesu sazeb na hypotečním trhu. Nejvýhodnějšími se staly tzv. *variabilní hypotéky*, tj. hypotéky s pohyblivou úrokovou sazbou³. Lidé začali hojně nakupovat nemovitosti nejen za účelem bydlení, ale s vidinou trvalého růstu cen i jako investici.

² Technologická akciová cenová bublina dosáhla svého maxima 10. března 2000, kdy index NASDAQ dosáhl hodnoty 5048,6 bodu. Během jednoho měsíce ztratil americký technologický trh více než 35 % a jeho volný pád pokračoval během následujících několika měsíců. [4]

³ Hypotéka bez fixace, jejíž úročení se neustále mění podle sazeb na trhu.



Obr. 3: Vývoj základní úrokové sazby v USA v letech 1997-2008 (konec roku)

Zdroj: ZEMÁNEK, J., Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky. [5]

1.2.1 Bublina na hypotečním trhu

Nízká úroveň sazeb umožňující získání levných a dostupných finančních prostředků vytvořila vysokou poptávku po nákupu nemovitostí i u těch lidí, jejichž příjmy byly nízké a nestabilní a dříve si hypotéku nemohli dovolit.

Mírné podmínky a pravidla pro poskytnutí hypotečního úvěru v USA taktéž sehrály významnou roli. Protože banky nevyžadovaly po klientovi, aby předložil potvrzení o svých příjmech, poskytovaly půjčky i takovým, jejichž úvěrová historie byla nedostatečná. Navíc stačilo, aby zájemce o půjčku na nemovitost vlastnil pouze řidičský průkaz a daňové identifikační číslo (v USA neexistují občanské průkazy). Oba doklady totožnosti není těžké získat, proto o hypotéku mohli žádat i nelegální přistěhovalci z jiných států, především z Mexika. Pro tyto rizikové klienty byly navrženy speciální, tzv. „substandardní“ hypotéky s vyššími úrokovými sazbami. Mezi ně například patřily ty, jejichž úrokové sazby zůstávají po několik prvních let na velmi nízkých úrovních, načež přejdou do variabilního režimu či hypotéky, jimiž je financováno celých 100 % hodnoty nemovitosti. [2]

Hypoteční boom tak spolu s nízkými úrokovými sazbami zapříčinila i velmi nízká, ne-li

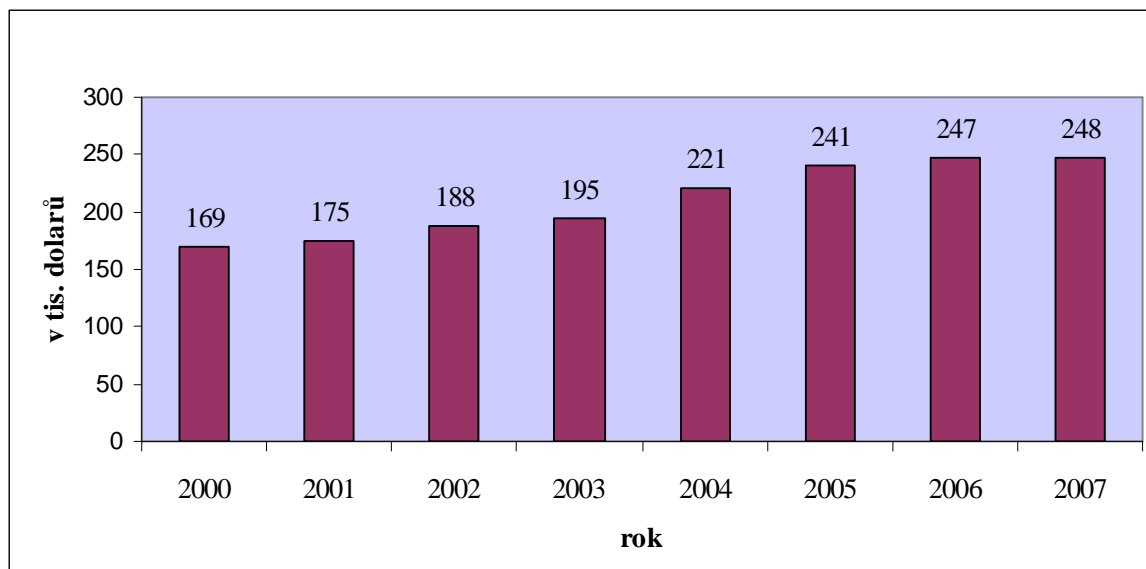
nulová regulace prodeje hypoték. Hypoteční makléři v USA jsou placeni provizemi z objemu, jež zprostředkují. Proto usilují o co nejvyšší množství objemů sjednaných hypoték a nezajímají se o výsledek takového obchodu, tedy např. o dopady, jaké může mít půjčka na rodinu s nestabilním příjmem.

Zvyšování míry vlastnictví podporovala americká vláda skrze dvě polostátní hypoteční agentury, Federal National Mortgage Association a Federal Home Loan Mortgage Corporation⁴, které vlastní či garantují téměř polovinu hypotečních úvěrů, jež byly v USA vydány. V roce 2002 však byly zjištěny finanční problémy u obou těchto institucí – jejich poměr zadlužení vůči kapitálu byl pětikrát větší, než bylo běžné u komerčních bank. [7] To samo o sobě mělo být alarmujícím signálem pro zájemce o hypoteční půjčku, ale realita byla, že se proces vydávání hypoték dále zrychloval.

Vzrůstající poptávka po bydlení se začala projevovat v nárůstu prodejů nemovitostí a ve stoupajících cenách domů (viz Obrázek 4, hodnoty představují medián⁵). V letech 2001 až 2005 rostl počet prodaných nemovitostí o 9 %, ceny nemovitostí rostly meziročně o 8 %. Protože skutečné nominální příjmy domácností (nominální příjmy na jednoho obyvatele + růst počtu obyvatel) narůstaly jen o 5 až 6 % a ostatní finanční zdroje byly získány na dluh, vznikla na hypotečním trhu logicky obrovská bublina. Její hodnota se odhadla na cca 730 000 nových rodinných domů, což je tedy počet domů, jenž by za situace bez levných hypoték nikdo nekoupil či nepostavil. [5]

⁴ Tyto instituce získaly přezdívky Fannie Mae a Freddie Mac. První z nich byla založena v r. 1938 a privatizována o třicet let později. Druhá vznikla v r. 1970 a byla ihned zestátněna. Jejich předmětem podnikání je nákup hypoték financovaný vydáváním hypotečních zástavních listů.

⁵ Medián, tj. střední hodnota, dělí řadu podle velikosti seřazených výsledků na dvě stejné početné poloviny.



Obr. 4: Prodejní cena nového rodinného domu v USA v letech 2000-2007

Zdroj: ZEMÁNEK, J., Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky. [5]

Bublina se zvětšovala pomalu, ale trvala několik let. Až v roce 2004 FED zvedl základní úrokovou sazbu z 1 na 2,25 % a s postupným navyšováním pokračoval až do roku 2006. To přineslo problémy převážně domácnostem, které měly variabilní hypotéky, protože se jim kvůli nárůstu hypotečních úrokových sazeb zvýšily měsíční splátky. Jiným rodinám naopak skončilo dvouleté období, po které platily pouze úroky, takže musely začít splácet jistinu.

Během roku 2006 došlo k masivnímu nárůstu nesplacených hypoték a dramaticky přibyl počet zabavených domů. Především příjemci substandardních hypoték nebyli schopni dostát svým závazkům. Do problémů se však dostaly i rodiny s dobrým kreditním hodnocením, které nakupovaly nemovitosti jako investici.

Na hypotečním trhu vznikl převis nabídky nad poptávkou, tedy počet nabízených nemovitostí byl o mnoho větší než bylo zájemců, kteří by si je byli ochotni koupit. S rostoucí nabídkou rostl i objem tržních hodnot nemovitostí, což vyústilo ve snižování jejich cen. Cenová bublina začala pomalu splaskávat.

1.2.2 Banky v ohrožení

Počátkem roku 2007 byla hypoteční krize již velmi viditelná, klesalo množství prodaných domů a nově zahájených staveb, celkově se činnost na trhu s nemovitostmi utlumovala. Protože ale americká ekonomika rostla a nezaměstnanost se držela na nízké úrovni, nebyla tato krize považována (nebo nechtěla být považována) za víc než špatný stav jednoho trhu, který by se měl sám časem vzpamatovat.

Jenže narůstající počet nesplácených rizikových hypoték a zabavovaných nemovitostí začal přivádět několik hypotečních domů (a nejen jich) do finančního ohrožení. Ačkoliv podíl těchto hypoték činil v USA zhruba jen 10 % celkového objemu [8], potíže tkvěly v jejich způsobu financování. Většina bank totiž nečekala, až ji klient úvěr splatí, ale rovnou tuto pohledávku podstoupila ve formě cenných papírů zajištěných hypotékami (*mortgage-backed-securities*, MBO) jiné instituci, zpravidla velkým investičním bankám. Ty pak tyto cenné papíry shromažďovaly a vytvářely z nich další dluhové produkty, nejčastěji **zajištěné dluhové obligace** (*collateralized debt obligations*, CDO), jež byly následně prodány institucionálním i drobným investorům.

Banky tak jen využívaly instrumentů tzv. **sekuritizace** aktiv, finanční inovace, která vznikla v USA v 70. letech 20. století a postupem času se rozšířila v pozměněných modelech na celosvětové finanční trhy.

Podstatou sekuritizace je proces, při kterém dochází ke sdružování souboru nelikvidních aktiv, která produkují dostatečně přesně odhadnutelné cash flow do balíku, který je postoupen třetí, zpravidla nebankovní instituci tzv. *Special Purpose Vehicle* či *Special Purpose Entity*. Na balík, který vznikne z podkladového aktiva (hypotéka, leasing, dluh na kreditních kartách) jsou touto společností vydány obchodovatelné cenné papíry, které jsou kryté peněžními příjmy z aktiv portfolia (*asset backed securities*). [9]

Období levných peněz, které vyústilo v neuvěřitelný nárůst sjednaných hypoték, banky nutilo, aby si stále navyšovaly svou likviditu (pokud si chtěly udržet svůj podíl na trhu).

Tím, že se uchýlily k sekuritizaci, získávaly následující výhody:

- rychlejší a méně nákladnější způsob financování aktiv (oproti získávání vkladů od střadatelů),
- proměna méně likvidních aktiv na likvidní aktiva,
- přesunutí rizika spojených s vlastnictvím těchto aktiv na nový subjekt (investor),
- geografické rozptýlení rizika.

Výhradně v USA probíhalo to, že nejrizikovější hypotéky byly převedeny do „balíčků“ ve formě zajištěných dluhových obligací, přičemž každý vytvořený balíček byl rozdělen do tzv. *tranš*⁶. Ty se od sebe lišily mírou rizikovosti a očekávaného výnosu a rozdělovaly se v závislosti na chuti investora riskovat. Tranše obsahovaly až tisíce hypoték, ohodnocení jejich kvality by bylo pro investory příliš složité, resp. nemožné, proto měly tento úkol na starosti ratingové agentury. Problém však byl, že tyto agentury oceňovaly zabalené nekvalitní hypotéky velmi vysokým ratingem. Důvodů, proč tak činily, bylo několik:

- ratingové agentury se rozhodovaly na základě škodního průběhu minulého období; díky rostoucím cenám nemovitostí se tak škodní průběh neustále zlepšoval,
- oceňování nových finančních instrumentů dle starých principů,
- ratingové agentury byly placeny finančními institucemi, které o udělení ratingu žádaly.

V obrovských balíčcích tak byla riziková aktiva (tj. toxická aktiva) schována a přitom překryta příznivým ratingem. Dobře ohodnocené emitované dluhopisy byly samozřejmě hojně skupovány mnoha investory, ať jimi byly fyzické osoby, penzijní a podílové fondy nebo centrální banky, nejen z amerického kontinentu, ale ze všech částí světa. Banky byly spokojené, protože dostávaly poplatky za poskytování půjček, aniž by hypoteční úvěry zatěžovaly jejich bilanci a investoři získávali aktiva, která byla úrokově výhodnější než například vládní dluhopisy a představovala závazky diverzifikované skupiny dlužníků.

⁶ Jednotlivé tranše si jsou vzájemně podřízené. Rozdělení objemu sekuritizovaných aktiv obvykle představuje 80 až 85 % prvních tří tranš (tranše peněžního trhu, tranše přednostní a tranše střední), podřízená tranše potom 10 až 15 % a akciová tranše 1 až 10 %. [9]

Takto bezproblémově by sekuritizace nadále fungovala, kdyby nedošlo k výraznému poklesu hodnoty nemovitostí a tím pádem i k poklesu cen cenných papírů krytých hypotečními úvěry.

Jakmile nebyla schopna značná část klientů hypotéku splácet, banky začaly realizovat zástavy. Ovšem nižší hodnota nemovitostí již neodpovídala výši sjednané hypotéky. Aby se banky vyhnuly riziku ztráty likvidity, vykazovaly rozdíl mezi cenou hypoték v ocenění v aktivech a prodejní cenou jako odpisy do nákladů. Tato svá aktiva by sice mohla použít jako zástavu (ačkoliv její kvalita by stále klesala) oproti novému úvěru. Jenže problém byl v tom, že zahrnovaly i aktiva toxická, jejichž hodnotu především velké nadnárodní banky neuměly kvůli své složité podnikové struktuře vyčíslit. [10] Navíc kvůli rozptýlení rizika po celém světě nebylo možné odhadnout, kde všude mohou být tato špatná aktiva rozmístěna.

Na mezibankovním trhu se vytvořila vzájemná nedůvěra v půjčování, vzrostly rizikové premie a úrokové sazby, což prodražilo úvěry také firmám a domácnostem. První obětí nedostatku likvidity se stala americká banka New Century Financial specializující se na rizikové hypotéky, když vyhlásila v dubnu 2007 bankrot. Panika se šířila i mezi investory, kteří spekulovali s americkými cennými papíry krytých hypotékami.

Krise, která vznikla na trhu s nemovitostmi, se tak velmi rychle přeměnila v krizi kreditní a následně finanční.

1.3 Financializace

Během posledních několika desetiletí probíhá proces stále intenzivnější integrace zemí světa, pro který se vžil souhrnný název globalizace. Jedním z atributů ekonomické stránky globalizace je i „**financializace kapitálu**“. Tento fenomén vyznačující se mezinárodním propojováním kapitálových trhů, synchronizací burzovních indexů a vytvářením globální světové sítě [11] přispěl k tomu, že těžiště ekonomické aktivity se posunulo od výroby k finančnictví. Se vznikem nadnárodních korporací a generováním jejich stále vyšších

zisků na straně jedné a ubýváním investičních příležitostí na straně druhé bylo nutné najít způsob, jak zachovat a dále rozmnožovat firemní kapitál. Řešením se stalo využívání finančního trhu, který poskytoval nové možnosti financování formou různých finančních instrumentů.

Od 70. let hraje aktivnější roli kapitálový trh než peněžní, protože financování prostřednictvím cenných papírů představuje levnější a rychlejší způsob, než jaký nabízí bankovní sektor v poskytování úvěrů. S tímto vývojem a souvisejícím rychlým rozrůstáním nových finančních nástrojů se rozšiřují i rizika, která na účastníky finančního trhu dopadají.

Za účelem eliminace rizika či jeho rozebírání na různé složky se proto prudce rozšířilo obchodování s finančními deriváty⁷ – opcemi, futures, forwards nebo swapy. Již zmiňovaná sekuritizace přispěla k enormnímu užívání těchto instrumentů a neomezovala se pouze na hypotéky, ale i na jiné formy úvěrů. V 90. letech vznikl nový derivát, který umožňuje investorům oddělit riziko pohybu úrokových měr od rizika, že dlužník nesplatí pohledávku - **kreditní swap** (*credit default swap*, CDS).

První swapy představovaly rutinní dohody mezi dvěma bankami. Banka A, prodejce swapu (nákupčí ochrany), se zavázala platit po určité období bance B coby nákupčímu swapu (prodejci ochrany) roční poplatek, přičemž dohoda se týkala konkrétního portfolia. Banka B se pak zavázala uhradit ztráty, které by po dobu působení kreditního swapu vznikly v důsledku nesplácení závazků, spojených s portfoliem banky A. Před objevem kreditního swapu byla banka zamýšlející rozdělit své cenné papíry nucena koupit nebo prodat určité díly půjček. Tato operace ovšem vyžadovala souhlas dlužníka, proto se postupně velmi oblíbenou stala právě forma dělení pomocí kreditních swapů. Podmínky byly ustáleny a nominální hodnota kontraktů vzrostla v roce 2000 na téměř tři biliony dolarů. [6]

⁷ Finanční deriváty jsou instrumenty, jejichž hodnota je odvozena z hodnoty podkladového aktiva. Jejich podstatou je určitá forma termínovaného obchodu.

Futures, opce a původní podoba swapů mají společné znaky v tom, že při malé počáteční investici může dojít k mnohem větší angažovanosti (tedy riziku ztráty). Obchody s futures stojí malé částky nebo marže, zatímco při prodeji opcí se pokrývají ztráty kupujících, přičemž jejich výše může být až několikanásobkem hodnoty opční prémie. Čistá angažovanost protistrany swapu může být menší, ale hrubá pozice obrovská, což je problém, pokud protistrana nesplní závazky. Kvůli nízké angažovanosti se proto začalo vyžadovat, aby všechny obchody byly dobře zdokumentované nebo aby se vypořádávaly přes clearingovou centrálu⁸. [12] To však neplatí pro kreditní swapy. Na tyto deriváty se nevztahuje Zákon o cenných papírech z roku 1933, ani Zákon o burzách, jenž přišel v platnost o rok později. Taktéž se na ně neuplatňuje bankovní regulace, což znamená, že nepodléhají žádné kontrole. To mělo samozřejmě velký vliv na to, že během posledních dvou desetiletí tvořily největší syntetický trh právě CDS. V roce 2009 činila odhadovaná nominální hodnota neuhrazených kreditních swapů 42,5 bilionů dolarů [6], což se stalo silným zdrojem nestability finančního trhu.

Již zde bylo uvedeno, že se v posledních letech ratingové agentury uchylovaly z různých důvodů k nadhodnocování aktiv. Týkalo se to nejen na hypotékách založených sekuritizovaných struktur, ale právě i kreditních swapů. Při swapovém obchodu je vyplácen poplatek, jehož výše je odvozena ze statistik právě těchto agentur.

Ratingové agentury sehrály vůbec důležitou roli při globalizaci finančních trhů a dodnes jsou důležitým článkem finančního systému. Zajišťují, že každý nově vytvořený finanční nástroj se stane prodejným, protože mu udělí příslušný rating, resp. je zaříděn do jedné z kategorií (od nejvyšších skupin, jež jsou označeny AAA, přes méně kvalitní BBB až po nekvalitní C a D). Pro investory je tato kategorizace srozumitelná, na rozdíl od složitých a nákladných analýz. Ve světě existuje mnoho ratingových agentur, ale dominantní postavení si dlouhodobě drží největší dvě – Standard and Poor's, jejíž vznik se datuje již do poloviny 19. století a Moody's Investor Service, která zahájila svou činnost o půl století později. Agentury nehodnotí pouze finanční instrumenty, ale také podniky

⁸ Clearingová centrála je zúčtovacím centrem, ve kterém dochází ke vzájemnému zúčtování pohledávek a závazků zúčastněných bank.

a státy. V roce 1975 pokrývala agentura Moody's pouze tři země a nyní do jejích analýz spadá více než stovka států a tisíce institucí v nich působících. V roce 2010 tato agentura pokrývala 12 tisíc podniků a počet ratingů na „moderní“ komplikované struktury dosahuje 96 tisíc. [13]

K novým finančním nástrojům, které se poprvé objevily na přelomu 21. století se řadí **zajišťovací investiční fondy**, tzv. *hedge fondy*. Vedle bank se staly významnými účastníky v procesu sekuritizace, neboť měly značný podíl v investování do zajištěných dluhových obligací.

Původně tyto speciální fondy představovaly investiční strategii formou zajištění proti ztrátě. Postupem času však došlo k rozšíření o další nové techniky zaměřené na rizikovější operace. V současnosti používají k dosažení svých cílů nejčastěji pákového efektu a prodeje nakrátko⁹. Hedge fondy jsou spravovány menšími společnostmi, kterým dominují jedna nebo dvě klíčové investiční osoby. Mohou být založeny jako komanditní společnosti, offshore fund nebo surovinový pool¹⁰. [14] Jejich klientelou jsou především movité osoby, které jsou ochotny investovat značně velké finanční prostředky. Od klasických fondů se zejména odlišují tím, že se na ně uplatňuje velmi nízká legislativní kontrola. Neregulované prostředí tak vede k větší flexibilitě investičních strategií, které jim umožňují upřednostňovat absolutní výnos před relativním.

Hedge fondy přispívají k fungování finančního trhu tím, že poskytují vysokou likviditu a cenovou efektivitu. Nevýhodou je však jejich slabá regulace a nízká transparentnost. Velikostí svých obchodů (objemy obchodů se strukturovanými produkty představovaly zhruba polovinu celého objemu v USA) [15] a použitými instrumenty mohou způsobovat výkyvy na různých trzích. Tyto fondy nelze považovat za jednoho z viníků současné

⁹ **Pákový efekt**, tj. finanční páka – na nákup finančního instrumentu je třeba složit jen část jeho hodnoty; zisk či ztráta však odpovídá plné investici

Prodej nakrátko (short selling) – způsob spekulace na pokles ceny nějaké komodity či cenného papíru

¹⁰ **Offshore fund** – fond založený v tzv. daňové oáze

Surovinový pool – sdružení surovinových investorů do společnosti za účelem získání větších investičních možností a investiční síly

finanční krize – participovaly však výrazně na obchodech s CDO a CDS, a dokázaly účinně využít předkrizového období ku svému prospěchu.

1.4 Morální hazard

Sekuritizační rozmach vedl k obrovskému nárůstu spekulací. Investoři vkládali své peníze do nových a stále komplikovanějších finančních instrumentů, se kterými neměli dřívější zkušenost a kterým tak nemohli rozumět. Velký zájem investorů přitom podporoval finanční instituce v tom, aby vstupovaly do potencionálně výnosných operací těchto nástrojů. Rizika, která jim z nich vyplývala a kterým stejně jako investoři většina z nich špatně rozuměla, však jednoduše přenášela na jiné instituce a dopouštěla se tak tzv. **morálního hazardu**.

Obecně je morální hazard definován jako situace či okolnost, podporující rizikové či vysoce spekulativní chování ekonomických subjektů. Lidé nebo podniky věří, že nebudou muset nést (plné) důsledky či náklady svého chování nebo rozhodování, tj. věří-li, že v případě, kdy se v důsledku svého riskantního chování dostanou do problémů, jim z jejich potíží někdo pomůže. Z národohospodářského pohledu však svým chováním vytvářejí zvýšené náklady, které za ně dříve nebo později nesou ostatní. Sklon k „morálnímu hazardování“ roste především tehdy, mohou-li lidé či podniky na svém riskantním chování za příznivých okolností podstatně vydělat. [16] K tomu právě došlo v posledních letech ve finančním sektoru.

Americké banky prodávaly své pohledávky z hypotečních úvěrů formou převodu na cenné papíry speciální instituci, která je shromažďovala a následně prodala různým investorům. Ačkoliv byla původně sekuritizace považována za výhodnou pro finanční systém, protože rozptýlením úvěrového rizika na více subjektů se mělo v konečném důsledku riziko snížit, s uvolňováním praktik při poskytování substandardních hypoték nabývala aktiva čím dále více rizikovějších podob a v důsledku neprůhlednosti jednotlivých operací připadla neuvědomělým investorům.

Morální hazardování měly na svědomí řídicí orgány, resp. vrcholový management finančních institucí. Jejich chování bylo jak neracionální (poskytovaly půjčky i málo bonitním klientům), tak nezodpovědné (nezajímaly se o kvalitu půjček, protože si je mohli „vynést“ ze svých aktiv a předat na někoho jiného). Kontrola managementu vlastníky obecně selhává, protože buď nejsou k dispozici účinné nástroje nebo náklady spojené s jejím provedením jsou příliš vysoké.

Významnou roli při rizikovém jednání vrcholového managementu hrálo přesvědčení, že řídí natolik velkou a významnou společnost, že není možné, aby v případě potíží vláda dopustila její krach. Za této okolnosti totiž jejich neopatrné rozhodování roste, s čímž se zpravidla zvyšují i jejich ztráty, které stát dříve nebo později přebírá. Toto přesvědčení, označené jako „*too big to fail*“ je příznačné především pro banky. Jejich složitější a komplikovanější povaha bankovních transakcí může způsobit, že v případě kolapsu jedné z nich, nebude zřejmé, které další mohou být zasaženy. Taktéž vysoký stupeň koncentrace s sebou nese nebezpečí, že kolaps jedné instituce způsobí lavinové pády dalších. Tato skutečnost je především aktuální od počátku 90. let, kdy došlo k rapidnímu růstu koncentrace. Zatímco v roce 1990 prováděly čtyři významné banky ve Spojených státech 50 % všech derivátových obchodů bank, v roce 2000 došlo k nárůstu na 90 %. [16]

2. Dopady finanční krize na světovou ekonomiku

Americká banka New Century Financial se stala první obětí krize. Nedostatek kapitálu a velké množství problematických cenných papírů navázaných na klesající ceny nemovitostí vedly v následujících měsících k bankrotům a ztrátám několika dalších velkých finančních institucí. Celý americký finanční sektor zasáhl problém se solventností a několikrát hrozilo zhroucení peněžního trhu. Ochromeny však byly i bankovní instituce z evropského a asijského kontinentu. Pro jejich záchranu byly centrální banky nuceny intervenovat a poskytnout tak miliardové injekce. V roce 2008 museli zasáhnout i vládní činitelé, protože se potíže z finančního sektoru přelily na reálné ekonomiky.

2.1 Rok 2007

Finanční krize vypukla naplno v srpnu 2007. 31. července došlo k uzavření dvou hedgefondů vlastněných investiční bankou Bear Stearns, svou velikostí velmi významnou pro finanční sektor. Kvůli investicím do rizikových cenných papírů krytých hypotékami (v listopadu 2007 činila celková hodnota jejího investičního portfolia 269 mld. dolarů, z čehož asi 30 mld. připadalo na rizikové nástroje kryté substandardními hypotékami) [1] a financování na dluh dosáhla velkých ztrát a její fondy nebyly schopny dostát svým závazkům vůči věřitelům. Zároveň oznámila hypotéková banka American Home Mortgage, že se nachází v platební neschopnosti.

O devět dní později znásobilo paniku na trzích oznámení, že francouzská banka BNP Paribas uzavírá tři své fondy, do té doby všeobecně považované za nejbezpečnější a nejlikvidnější formu kolektivního investování. Skutečnost, že i tento typ fondů měl svůj podíl v rizikových a nelikvidních aktivech, vyvolala prudký růst úroků u krátkodobých mezibankovních půjček – jednodenní dolarový Libor¹¹ vzrostl ze dne na den z 5,35 % na

¹¹ LIBOR – London InterBank Offered Rate – londýnská mezibankovní nabídková sazba.

5,86 % [17] a zároveň i rychlý přesun zájmu investorů od podnikových k vládním dluhopisům představujících jistější uložení peněžních prostředků.

Evropská centrální banka (dále jen ECB) i FED se rozhodly za účelem udržení stability peněžního trhu okamžitě intervenovat. ECB půjčovala průběžně bankovnímu sektoru vysoké částky (zprvu 100 mld. eur) na jeden den, čímž snižovala jednodenní úrokovou sazbu k úrovním blízko klíčové sazby ve výši 4 %. 21. srpna uvolnila 40 mld. eur na tři měsíce, aby stlačila i sazby s delší splatností. To se jí však nepodařilo, neboť byl peněžní trh silně ovládnut nejistotou ohledně kreditních expozic jednotlivých bank. FED taktéž dokázal snížit pouze krátkodobou sazbu (pod svou klíčovou 5,25 %). [17] K posílení likvidity využíval různých nástrojů, například tzv. *Term Auction Facility*, kdy pravidelně v dvoutýdenních intervalech poskytoval aukčním mechanismem čtyřtýdenní úvěr ve výši 20 mld. dolarů. 17. srpna uvolnil úvěrovou politikou ještě více, když snížil diskontní sazbu z 6,25 na 5,75 %.

V září ochromil britský finanční trh pád jednoho z největších poskytovatelů hypoték, banku Northern Rock. Valná většina z jejích 1,5 milionů klientů urychleně vybírala své uložené peníze a na banku byl tak proveden „run“, který Velká Británie zažila naposledy na přelomu let 1973-1974. Ačkoliv byla Northern Rock fundamentálně zdravá a držela jen malý objem špatných úvěrů, doplatila na svůj způsob financování. Na rozdíl od ostatních hypotečních bank totiž nečerpala většinu zdrojů z klientských depozit, ale formou emisí krátkodobých cenných papírů (až 73 % finančních potřeb banky bylo takto financováno). [1] Po vyschnutí tohoto trhu tak neměla potřebnou likviditu. Northern Rock požádala britskou vládu o finanční pomoc a ta se zavázala, že vklady klientů bude garantovat. Na americkém kontinentě došlo mezitím k dalšímu snížení základní úrokové sazby, a to na 4,75 %. Do konce roku 2007 FED průběžně sazbu stlačoval.

Další měsíc byl osudný pro americkou banku Merrill Lynch. Tato investiční banka v předchozím roce aspirovala na největšího poskytovatele hypoték – díky obchodům s CDO a CDS se ceny jejích akcií zvýšily až o 40 % a ještě v prvním čtvrtletí 2007 dosahovala rekordního zisku. V říjnu však byla nucena odepsat ztráty z hypotečních CDO

ve výši 7,9 mld. dolarů. [18]

Problémový vývoj mnoha peněžních institucí, poklesy cen nemovitostí a akcií a zpřísnění úvěrových podmínek způsobily, že americké hospodářství přestalo růst a v prosinci přešlo do recese¹² (oficiálně byla ohlášena v prosinci 2008 Národním úřadem pro ekonomický výzkum), přičemž utlumení se projevilo nejprve u dvou odvětví – development a obchod s nemovitostmi.

2.2 Rok 2008

Na trhu s nemovitostmi klesl v lednu počet prodaných nových rodinných domů o téměř 70 % oproti březnu 2005. Bublina přebytečných domů byla tak z poloviny odbourána. Pozvolna se snižoval i počet nových rodinných domů na prodej. Stavební firmy pozastavily za jeden měsíc méně domů, než kolik se jich ve stejném období prodalo. Průměrná doba prodeje jednoho nového domu činila 9,9 měsíců, což byla nejdelší doba od roku 1981 (listopad 1981 – 11,3 měsíce). [5]

Situace na bankovním trhu se nelepšila. Naopak, krachy a odepisování ztrát peněžních ústavů pokračovaly. Největší americká společnost finančních služeb Citigroup utrpěla ve čtvrtém čtvrtletí ztrátu 9,83 mld. dolarů, což bylo poprvé od roku 1998. Způsobila si ji především odpisem špatných investic. [19] Britské hypoteční bance nepomohla finanční pomoc od centrální banky a vláda tak v únoru rozhodla o jejím zestátnění, k čemuž musela připravit příslušný zákon. Investiční banka Bear Stearns ztratila v březnu během několika dní přístup k financování, když byla nucena vyplatit svým věřitelům miliardy dolarů. S pomocí americké centrální banky byla prodána konkurenční J.P. Morgan Chase & Co.. Za její akcie zaplatila 10 dolarů za kus (proti dvěma původně nabídnutým), což bylo méně než desetina nejvyšší ceny z loňského roku. [20] FED dal svou aktivitou najevo, že nedovolí kolaps bankovního sektoru. To se ihned projevilo ve vývoji akcií, když od

¹² Recese je označována jako tři po sobě jdoucí čtvrtletí se záporným růstem ekonomiky.

poloviny března (americké akcie byly nejlevnější od srpna 2006) začaly celosvětově růst. Americká centrální banka taktéž pokračovala ve snižování základní úrokové sazby – v květnu byla na hodnotě 2 %. Za účelem posílení likvidity a hospodářského růst snížila tuto sazbu od loňského září o 3,25% bodu.

Druhá polovina roku 2008 byla nadále kritická a podzim je označován jako období, kdy krize naplno vyvrcholila. V červenci zkrachovala pod náparem vkladatelů další hypoteční banka IndyMac Bancorp a následně byla převzata do vlastnictví americkým úřadem pro bankovní dohled. Do potíží se dostal také největší hypoteční ústav Countrywide Financial Corp. Bank of America, druhý největší ústav v USA, mu finančně pomohl již v srpnu, ale o měsíc později rozhodl o jeho koupi za 2,5 mld. dolarů.

Tentýž měsíc byly převzaty svým regulátorem hypoteční agentury Fannie Mae a Freddie Mac, jejichž ztráty z poskytnutých hypoték dosahovaly 11 mld. dolarů. [21] Objemem hypoték, které obě držely či spravovaly, byly tyto instituce natolik významné, že jejich krach by znamenal kolaps pro finanční systém. S klesající hodnotou jejich akcií nebyli investoři ochotni půjčovat, proto bylo pro vládu jejich převzetí nejrozumnějším řešením.

15. září požádala americká investiční banka Lehman Brothers o ochranu před věřiteli, čímž v podstatě deklarovala bankrot. Poté, co ji vláda odmítla poskytnout garance, Lehman Brothers vyjednávala o převzetí s ostatními bankami (Bank of America, britská Barclays Plc.). Nakonec byla část jejích aktiv prodána Barclays Plc. za 1,75 mld. dolarů. [22] Bank of America se namísto pro ni rozhodla pomoci upadající společnosti Merrill Lynch. Krach Lehman Brothers (byla čtvrtou největší investiční bankou v USA) způsobil, že krize se již dotkla prakticky všech vyspělých ekonomik – opět došlo k pádu akciových trhů po celém světě a silnému otřesu důvěry ve stabilitu dalších finančních ústavů. Vždyť jen Japonsko drželo nesplacené dluhopisy Lehman Brothers vydaných v jenech v hodnotě dvou miliard dolarů. Rusko pozastavilo obchodování s cennými papíry a třem největším domácím bankám poskytlo injekci ve výši 44 mld. dolarů. [23]

Největším překvapením se stalo vládní převzetí pojišťovny AIG, jež trpěla silným nedostatkem likvidity. Její případný pád by znamenal pro finanční trhy katastrofu, protože

by se dotkla mnoha investorů po celém světě, jež měli u ní pojištěné dluhové cenné papíry. Americká centrální banka půjčila AIG 85 mld. dolarů, přičemž výměnou za tuto půjčku americká vláda přezvala 79,9 % akcií AIG. [21]

K uklidnění krize se centrální banky FED, ECB a Bank of Japan koordinovaně rozhodly 18. září poskytnout injekci krátkodobé likvidity ve výši 180 mld. dolarů. [24] Ve Velké Británii mezitím došlo k propadu ceny akcií největší britské hypoteční banky HBOS. Vláda měla tak velký zájem na převzetí HBOS bankovní společností Lloyds TSB, že nebrala vůbec v potaz šetření antimonopolním úřadem.

V průběhu třetího zářijového týdne se poslední dvě americké investiční banky Goldman Sachs a Morgan Stanley proměnily na obchodní banky, což bylo podmínkou, pokud měly získat pomoc od FEDu a vyhnout se tak bankrotu. Do té doby tyto instituce využívaly toho, že nebyly pod dohledem Komise pro cenné papíry a neměly tak na rozdíl od klasických bank povinnost vytvářet finanční rezervy pro případ problémů. Prováděly díky tomu miliardové obchody bez ohledu na riziko, z čehož zároveň velmi dobře profitovaly. O pár dní později došlo ke krachu americké spořitelny Washington Mutual a jejímu částečnému převzetí bankou J.P. Morgan Chase.

S pádem tak velkých finančních institucí investoři „utíkali“ od jakýchkoliv investic, které byť jen trochu byly rizikové. To vedlo ke stlačení výnosu tříměsíčních státních pokladničních poukázek v USA na nejnižší hodnotu od roku 1954, kdy se začaly zaznamenávat denní hodnoty. Úroky u krátkodobých mezibankovních půjček prudce stoupaly, a tím pádem rozdíl v úrocích oproti vládním dluhopisům dosáhl maxima za posledních 21 let. [23]

Vyšší sazby pro banky, které logicky znamenají vyšší sazby pro ostatní, firmám zvýšily náklady na financování investic. Už jen samotné získání úvěru bylo pro ně čím dál obtížnější, protože banky vzhledem k nedostatku svého kapitálu nebyly ochotny půjčovat. Většina společností se snažila co nejrychleji využít záložní úvěry pro případ nouze, které si sjednaly v minulosti. Spotřebitelům se prodražily nákupy na kreditních kartách, na nichž zároveň došlo ke zpřísnění úvěrových podmínek. Taktéž hypoteční sazby se zvyšovaly,

ačkoliv základní úrokové sazby měly opačný vývoj. Evropské komerční banky sice nebyly tak ohrožené rizikovými hypotékami jako ty americké a využívaly navíc stabilního zdroje z vkladů lidí a firem, jenže pokračující pády akcií a neochota investorů vstoupit na trh většinu z nich znemožnila získat finance prostřednictvím emise akcií.

Vážnost situace a nutnost jejího řešení si začaly uvědomovat vlády vyspělých i rozvíjejících se ekonomik. Američtí političtí představitelé začali připravovat záchranný plán pro ozdravení finančního sektoru již v průběhu září. Po několika úpravách byl 6. října schválen program na zmírnění dopadů problematických aktiv **TARP** (*Troubled Asset Relief Program*), jehož cílem mělo být zamezení finančního kolapsu a vyhnutí se hluboké recese. Vláda se v něm zavázala, že vykoupí od bank a ostatních finančních institucí nelikvidní cenné papíry kryté hypotékami i ostatní aktiva, které zatěžují jejich účetní bilanci. Rozhodla také o zvýšení bankovních vkladů drobných střadatelů ze 100 na 250 tis. dolarů či prodloužení daňových úlev pro firmy. Kvůli rostoucí nevoli daňových poplatníků, z jejichž peněz byl záchranný plán financován, se do balíčků zařadilo i ustanovení o omezení vysokých odměn (tzv. zlaté padáky) pro ředitele společností. Záchranné kroky USA a dalších vybraných regionů jsou uvedeny v Tabulce 2.

Tabulka 2: Vybrané kroky centrálních autorit – záchranné balíčky (v mld.)

	Garance na mezibankovní záruky	Kapitálový vstup do institucí	Odkupy problémových aktiv	Ostatní programy a opatření
USA	1 400 USD	250 USD	1 250 USD	185 USD
UK	250 GBP	50 GBP		349 GBP
Eurozóna	1 140 EUR	242,3 EUR	52,5 EUR	

Zdroj: Monitoring centrálních bank, s. 14. [25]

Hospodářská situace v Evropě se zhoršovala a státy pociťovaly, že finanční krize dopadá i na jejich reálnou ekonomiku (dle oficiálních statistik ze 14. listopadu procházela eurozóna recesí). Jako první ze zemí čelící vážným potížím se stal Island. 7 října jeho premiér oznámil, že ekonomika stojí před státním bankrotem. Vina za tuto situaci byla přisouzena příliš agresivní zahraniční expanzi tří největších islandských bank, jež vytvořily

dluhy dvanáctkrát větší než byla roční hodnota HDP celé země. [26] Vláda okamžitě převzala absolutní kontrolu nad všemi domácími bankami a centrální banka po pár dnech zafixovala slábnoucí islandskou korunu vůči koši měn na kurzu 131 korun za euro. Kvůli zahraničnímu zadlužení bylo také Maďarsko na pokraji bankrotu. Pro svou záchranu bylo nuceno přijmout půjčku ve výši 20 mld. eur od Světové banky, Evropské unie (dále jen EU) a Mezinárodního měnového fondu (dále jen MMF), jinak by nebylo schopno dostát svým platebním závazkům.

Navzdory tomuto vývoji nebyla akceschopnost evropských vrcholných politiků příliš značná. První setkání (11-12. října) lídrů Německa, Francie, Itálie a Velké Británie, jež mělo přijít s receptem na řešení krize finančního systému, skončilo bezvýsledně. Až po jeho skončení rozhodla německá kancléřka Angela Merkelová, že stát bude vkladatelům jejich peníze v bankách garantovat. Učinila tak z obav, že by potíže německé banky Hypo real (které nestačila pomoc vlády v řádu desítek miliard eur) vedly k „runu“ další banky.

Ani snaha ministrů financí zemí EU, konající se o pár dní později, nepřinesla žádné hmatatelné výsledky nutné k obnovení důvěry na trhu. Návrh na zvýšení limitu pro pojištění vkladů byl sice schválen, ale stanovení jeho výše již nikoliv. Shoda pak už jen panovala na dohodě o společných zásadách, jak a kdy zasahovat do finančního sektoru a nutnosti sankcionovat managementy neúspěšných institucí. [27]

Činnost centrálních bank díky vzájemné spolupráci byla o mnoho aktivnější. ECB, Bank of England a Švýcarská centrální banka nabídly finančnímu trhu v podstatě neomezený přístup k dolarovým zdrojům. Jednalo se o dolarové aukce s fixním úročením s týdenní, měsíční a 3-měsíční splatností. Spolu s americkou, čínskou a švédskou centrální bankou navíc v říjnu snížily základní úrokové sazby o půl procentního bodu.

Na celosvětové úrovni se první významnější snahou najít řešení v boji proti finanční krizi¹³ stal summit dvaceti nejvyspělejších světových ekonomik (G20¹⁴) konající se 15. listopadu

¹³ 11. října 2008 proběhl summit G7 (USA, Kanada, Francie, Itálie, Velká Británie, Itálie, Německo), jehož cílem bylo zajištění likvidity a obnovení důvěry na bankovním trhu.

ve Washingtonu. Mezi hlavními cíly, které si vrcholní představitelé států stanovili, bylo dosažení stability finančního systému a obnova hospodářského růstu. Výsledek, na kterém se na konci summitu shodli, lze shrnout do následujících bodů:

- podpora hospodářského růstu prostřednictvím fiskálních opatření zaměřených na růst poptávky,
- odmítnutí protekcionismu,
- reforma globálního finančního systému.

Program reformy globálního finančního systému se týkal krátkodobých i dlouhodobých opatření – jednalo se např. o rozšíření Fóra finanční stability¹⁵ o nově se rozvíjející ekonomiky; uložení povinnosti firmám zveřejňovat své komplexní finanční nástroje účastníkům trhu; vytvoření kolegia, jež má dohlížet na všechny zásadní finanční instituce či změnu pravidel a vytvoření registračního systému pro všechny ratingové agentury.

Konec roku 2008 nebyl v žádném případě závěrem krize. Centrálním bankám se sice díky rozsáhlým intervencím podařilo zabránit kolapsu finančního systému, ale vyhlídky světové ekonomiky se zhoršovaly a hrozilo, že nastane celosvětová recese. Vyspělé i rozvíjející se státy čelily hospodářskému poklesu (u některých šlo HDP až do záporných čísel) příznačné klesající poptávkou, protože rostly obavy lidí ze ztráty zaměstnání či poklesu příjmů. Toto omezení spotřeby zaznamenal citelně jako první zpracovatelský segment, a to zejména automobilový a na něj navázaný subdodavatelský průmysl. Největších ztrát dosahovaly americké automobilky – Ford, Chrysler a General Motors (dále jen GM). Ale i ve Španělsku klesly prodeje až o 40 % [28] a největší japonská automobilka Toyota Motor dosáhla první ztráty ve své téměř šedesátileté historii. Výrobci aut se snažili vzniklou negativní situaci řešit různými nástroji – ať už šlo o různé druhy slev, nabízení druhého auta při koupi zdarma či omezování přesčasů pracovníků.

¹⁴ Summitu se zúčastnili zástupci Argentiny, Austrálie, Brazílie, Číny, Indonésie, Japonska, Jihoafrické republiky, Jižní Korey, Kanady, Mexika, Ruska, Saudské Arábie, Turecka a USA. Evropskou unii zastupovala Francie, Německo, Itálie a Velká Británie. Pozvání získaly také Španělsko a Nizozemí.

¹⁵ Fórum finanční stability bylo založeno v r. 1998 za účelem koordinace mezi národními a mezinárodními autoritami a dozorčími institucemi na podporu finanční stability.

Na propad automobilového průmyslu nejrychleji reagovala americká vláda, která GM a Chrysler poskytla úvěr na ozdravení a posílení finanční likvidity. Všem domácím automobilkám také nabídla nízkouúročené půjčky na reorganizaci starých výrobních hal ve výši 25 mld. dolarů, aby mohly začít vyrábět energeticky úsporné vozy. Touto státní dotací však vyvolala negativní reakce na evropském kontinentě kvůli obavám z protekcionismu. Například takové německé automobilce Opel, jež požádala jako první o státní pomoc, byla zamítnuta jakákoliv finanční injekce. Na druhou stranu však Německo připravilo svůj první balíček na podporu ekonomického rozvoje již v listopadu a uvolnilo 25 mld. eur. Balíček týkající se především zajištění zaměstnanosti obsahoval například zřízení tisíců zprostředkovatelských agentur, prodloužení doby pobírání podpory při práci na zkrácený úvazek (v němčině *Kurzarbeit*), jehož smyslem bylo omezení propouštění zaměstnanců v krizových dobách či daňové výhody, jako osvobození nových osobních vozů od daně.

2.3 Rok 2009

I v roce 2009 se pro jednotlivé vlády stalo zajištění co nejkratšího a nejméně hlubokého průběhu recese prioritou. Otázka rozsahu a významu přijmutých opatření ke zmírnění dopadů krize se stala klíčovou zejména ve vyspělých státech, jejichž ekonomické oživení by pomohlo ostatním zemím.

V lednu odsouhlasila německá vláda druhý záchranný balíček v hodnotě 50 mld. eur na podporu svého průmyslu, v němž zakázky poklesly meziročně o 27 % (v prosinci 2008 o 6,4 %). Hlavním cílem se stala podpora vnitřní poptávky, konkrétně zvýšení spotřeby domácností prostřednictvím snižování daní z příjmů a příspěvků na zákonné nemocenské pojištění. Balíček obsahoval i zavedení tzv. *šrotovného* ve výši 2 500 eur za koupi nového energeticky úsporného automobilu a sešrotování nejméně devět let starého vozu a jiná opatření k zabezpečení zaměstnanosti, ačkoliv se krize na německém trhu práce odrazila minimálně. V prosinci minulého roku nezaměstnanost sice po třech letech mírně stoupla (7,4 %), ale to se týkalo pouze pracovníků s krátkodobými smlouvami. Naopak německý export zaznamenal pokles o desetinu, což pro největšího světového exportéra

nepředstavovalo vůbec příznivý jev.

Tentýž měsíc připravila i Velká Británie svůj druhý balíček opatření. Vláda v něm nabídla ohroženým automobilovým společnostem státní pomoc formou garance úvěru a zároveň poskytla podporu osobám, jež ztratily v důsledku špatného ekonomického vývoje zaměstnání. Také malé a střední podniky mohly využít garance půjček. Britové rovněž odváděli nejnižší povolenou úroveň daně z přidané hodnoty v Evropské unii, která byla dočasně snížena v prosinci minulého roku ze 17,5 na 15 %.

Po demonstraci více než jednoho milionu obyvatel bojujících za práci a vyšší mzdy, přijala pár dní poté i Francie svá opatření pro boj s recesí - výhradně zaměřená na zabezpečení zaměstnanosti.

Francouzský demonstrační pochod nebyl ojedinělý. Také britští stávkující požadovali po svém premiérovi „britská místa pro britské pracující“ a řečtí farmáři usilovali o větší dotace. Se snahou vlád udržet pracovní místa doma se však vynořil protekcionismus, resp. ekonomický nacionalismus i na evropském území. Nejvíce se projevil v bankovníctví. Ve Francii a Velké Británii byly tamním bankám poskytnuty miliardové injekce daňových poplatníků, ale jen za předpokladu, že tyto instituce budou peníze půjčovat jen domácím subjektům. Švýcarsko upřednostnilo tuzemské úvěry tím, že je nezapočítávalo do jednoho ukazatele kapitálu, který banky musí držet, ale zahraniční půjčky se musely započítávat celé. [29] Slib, který si tak dali vůdci G20 na listopadovém setkání minulého roku ohledně odmítnutí protekcionismu, nebyl splněn – podle Světové banky zavedlo od listopadu 17 členů této skupiny celkem 47 kroků omezujících dohod.

Počet zrušených pracovních míst rychle stoupal. K 27. lednu jich bylo takto oznámeno více jak 64 900 po celém světě, z toho nejvíce (20 tis.) v největším světovém výrobcí zařízení pro doly a stavebnictví Caterpillar. Situace na americkém trhu práce tak nebyla vůbec příznivá. Za rok 2008 přišlo o práci cca 2,59 mil. Američanů, což bylo nejvíce od druhé světové války. [24] Kongres proto schválil v únoru návrh zákona na stimulaci ekonomiky, v jehož rámci byl balíček v hodnotě 789 mld. dolarů na zvýšení veřejných výdajů a na

vytvoření až 4 mil. pracovních míst v nejbližších dvou letech.

Počátkem roku začaly i země střední a východní Evropy připravovat plány na podporu domácích ekonomik. Nejenže se po globální finanční krizi nacházely v útlumu a některé v těžké recesi, ale varovný byl pro ně i stav dalšího z jejich sousedů, Lotyšska. Tento pobaltský stát sice dosahoval v minulých letech výrazného ekonomického růstu, ale na druhou stranu si udržoval příliš vysoký deficit veřejných financí (25 % v roce 2007). Takže jakmile výkonnost ekonomiky začala vinou krize klesat (v posledním čtvrtletí 2008 o 10,3 %), hrozilo nebezpečí bankrotu. MMF poskytl Lotyšsku v březnu částku 7,5 mld. eur, ovšem jeho plnění bylo podmíněno tím, že země udrží svůj deficit pod 5 %. To znamenalo pro tamní vládu provedení výrazných škrtů v rozpočtu. Z tohoto evropského regionu byly bankrotem nejméně ohroženy státy s kvalitní fiskální politikou, nízkým dluhem státu a deficitem běžného účtu platební bilance. Taktéž existence finančního systému stojícího na pevném základě domácích úspor v domácí měně představovala větší bezpečí. Týkalo se to zejména České republiky, Polska a Slovenska.

Výrazné prohlubování světové krize se stalo podnětem k uspořádání druhého summitu G20. Vrcholní představitelé států se sešli začátkem dubna v Londýně, aby zde společně přišli na příčiny finanční krize, dohodli se na zmírnění jejích dopadů a zajistili, aby se v budoucnu neopakovala. Výsledky summitu byly hodnoceny jako úspěšné [30]:

- zpřísnění regulace a nová regulace ratingových agentur (došlo ke shodě, že selhání finančního systému bylo zapříčiněno chybějící regulací a dohledem),
- posílení pozice MMF navýšením jeho kapitálu o 750 mld. dolarů,
- podpora světového obchodu částkou 250 mld. dolarů,
- pokračování ve vyčištění toxických aktiv z bank,
- odmítnutí protekcionismu.

Na bankovním trhu se začala v prvním čtvrtletí 2009 vracet důvěra. Tříměsíční dolarový LIBOR klesl od října 2008 z 3,32 na 1,4 % v lednu a na 1,13 % v dubnu 2009. I velké americké banky jako například Goldman Sachs a Morgan Chase dosáhly rekordních zisků a druhá jmenovaná dokonce mohla splácet státní úvěr. Ne však všechny banky měly takto

pozitivní vývoj a mnohé z nich stále potřebovaly navyšovat svůj kapitál. Německé Hypo real estate hrozilo zestátnění a dříve největší banka na světě United Bank of Switzerland vykázala ztrátu 2 mld. švýcarských franků a zrušila celkem 8 700 pracovních míst. [31]

Asijský kontinent se také musel vypořádat s globální recesí, kvůli které se snížila poptávka po jeho exportu. Celkem třináct zemí¹⁶ z jižní a jihovýchodní Asie zvolilo cestu společné spolupráce a dohodlo se v květnu na založení krizového fondu v hodnotě 120 mld. dolarů. Největší asijská velmoc Japonsko vpustila přitom jen za minulý rok do své ekonomiky 16,7 bil. jenů v rámci dvou balíčků obsahujících opatření na podporu růstu a v dubnu 2009 spustila program na nákup akcií podniků ohrožených finanční krizí ve výši 4,8 bil. jenů v rámci rekordního balíčku v hodnotě 15, 4 bil. jenů. [32]

V USA mezitím v červnu skončilo 18měsíční období recese, nejdelší od druhé světové války¹⁷ (HDP vzrostlo ve čtvrtém čtvrtletí o 5,7 %, nejvýrazněji za posledních 6 let). To byla velmi příznivá zpráva, protože zlepšení situace v zemi resp. centru, kde krize vznikla, signalizovalo i postupné hospodářské oživování v ostatních částech světa. Rušení pracovních míst však nadále pokračovalo a v říjnu dosahovala nezaměstnanost 9,8 %. [33] Motor amerického růstu, spotřeba domácností a osob, tak byl stále omezen kvůli situaci na trhu práce.

Ačkoliv nedlouho po vzniku finanční krize panovaly silné obavy, že svět upadne do druhé Velké hospodářské recese, nestalo se tak díky iniciativě mnoha států, jež zavedly v průběhu roku 2008 a 2009 velmi rozsáhlá stimulační opatření na podporu svých ekonomik.

¹⁶ Japonsko, Čína, Jižní Korea a státy ze Sdružení zemí jihovýchodní Asie (Brunej, Filipíny, Indonésie, Kambodža, Laos, Malajsie, Myanmar, Singapur, Thajsko, Vietnam).

¹⁷ Recese probíhala od roku 1929 do 1942.

2.4 Rok 2010 a 2011

Ekonomický vývoj ve světě byl v roce 2010 různorodý. Zatímco rozvíjející se ekonomiky (Indie, Brazílie, Čína) vykazovaly zlepšení růstu díky vysoké domácí poptávce a téměř maximálnímu využití kapacit, vyspělé státy naopak stále neúspěšně bojovaly s výraznějším růstem svého hospodářství. Japonsko upadlo do deflace, USA se nedařilo snížit vysokou nezaměstnanost, kvůli čemuž spotřební výdaje nerostly a evropské státy čelily nové hrozbě, kterou představovaly ony samy. Především Řecko, Španělsko, Irsko, Itálie a Portugalsko byly ohroženy svými vysokými deficity veřejných financí, což snižovalo důvěru investorů – klíčovou pro financování země a tím jejího fungování.

Pro globální ekonomiku se stal navíc největším rizikem další kolaps aktiv, jak uvedlo v lednu Světové ekonomické fórum. Důvodem se stal strmý propad cen cenných papírů i komodit kvůli změnám kurzu v hospodářské politice většiny států. Například Čína omezila svou expanzivní úvěrovou politiku z obav před zrychlením inflace a tvorbou cenových bublin aktiv, indická centrální banka zvýšila povinné bankovní rezervy a Brazílie ukončovala své fiskální pobídky. [34]

Ačkoliv se tedy hospodářská krize na konci roku 2009 zmírnila, ne všechny státy měly před sebou s příchodem nového roku dobré vyhlídky. Nejvážnější situace panovala na evropském kontinentě. Řecko se stalo prvním členem EU, který se dostal do platební neschopnosti vinou silné expanzivní rozpočtové politiky podpořené navíc vládou falšovanými statistikami o výši rozpočtového deficitu. Zemi se výrazně zdražily půjčky na finančních trzích poté, co ji ratingové agentury snížily úvěrové hodnocení a Řecko tak muselo požádat o pomoc EU, aby se vyhnulo hrozícímu bankrotu. Po několika jednáních mezi řeckou vládou, zástupci komise EU a ECB bylo v květnu dohodnuto, že země získá cca 110 mld. eur v průběhu následujících tří let. [35] Podmínkami pro čerpání této půjčky bylo, že Řecko provede úsporná opatření vedoucí ke snížení deficitu. Ani tato pomoc však nezaručovala jeho jistou záchranu a celá eurozóna se obávala jeho kolapsu, který by ohrozil ostatní členy.

Obavy panovaly mezitím i kolem dalších jižních států - Španělska, Portugalska a Itálie,

kterých se dluhová krize týkala také, ale neprobíhala v tak velké míře jako v Řecku. Nervozita na finančních trzích, oslabující euro či rostoucí rizikové přírážky nebyly pro celou EU vůbec pozitivní. Navíc všechny státy EU skončily v první polovině roku opět v deficitech. I tak silné státy jako Velká Británie či Francie se potýkaly s vysokým dluhem, který byly nuceny řešit i přes odpor občanů škrtním výdajů a zaváděním nepopulárních fiskálních reforem.

Vinou finanční krize ztratila výsadní postavení druhá nejbohatší země EU, Irsko. Z tygra Evropy se stal zadlužený stát s enormním národním deficitem 32 % a 1,5mil. Kč dluhem připadajícím na každou domácnost. [36] Irsko by tento dluh samo nezvládlo, proto bylo nuceno, i přes dřívější dlouhotrvající zdráhání, požádat o pomoc. V listopadu mu finanční injekci odsouhlasily eurozóna a MMF. Severní země doplatila na závislost na stavebnictví a zadlužování bank v zahraničí. Jakmile začaly ceny nemovitostí prudce klesat, instituce neměly dostatek prostředků na financování masové výstavby. Přitom nemohly spoléhat na záchranu od státu, protože příjmová část irského rozpočtu stála především na dani z nemovitostí, na rozdíl od daně z příjmů, jež nebyla příliš významnou položkou.

V druhém pololetí 2010 se na globální scéně objevil nový negativní fenomén, který ohrožoval růst světové ekonomiky. Některé země, především velké vyspělé ekonomiky, záměrně snižovaly kurz své měny, aby podpořily svůj export a získaly tak obchodní výhody, které by pomohly k rychlejšímu hospodářskému růstu. Čína uměle udržovala kurz svého platidla na nízké úrovni, Brazílie zdvojnásobila daň pro zahraniční investory a také Jižní Korea, Japonsko nebo USA provedly intervence proti růstu své měny. Na tuto tzv. **měnovou válku** nejvíce doplatila eurozóna, která není schopna tak rychle ovlivňovat euro jako suverénní státy prostřednictvím svých centrálních bank. Euro jen od června do října posílilo k dolaru o 16 %. [37] K oživení hospodářství většiny členů EU by pomohl především pozitivní vývoj Německa, to však právě kvůli silnému euru nebylo ve světě konkurenčně schopné. I když větším rizikem by bylo pro eurozónu další zpomalení USA.

Americké hospodářství si naštěstí polepšilo ve třetím čtvrtletí o 2 %. HDP se tak mírně zlepšil oproti předchozímu čtvrtletí o 0,3 %. Ozdravování ekonomiky pokračovalo, i když na nezaměstnanost to nemělo velký vliv. V září činila 9,6 % a na stejné úrovni se

pohybovala prakticky po celý rok. FED se rozhodl podpořit ekonomiku s cílem rozhýbat půjčky a investice a podnítit tím firmy k přijímání nových zaměstnanců nákupem vládních dluhopisů za 600 mld. dolarů. Objevily se však názory, že ani snížení úrokových sazeb by nemuselo vést ke chtěnému zvýšení poptávky po úvěrech. Trh totiž trpí nedostatkem důvěry a nechce si půjčovat ani za výhodných úrokových podmínek. Ekonomika by se tak za této situace nacházela v pasti likvidity. [38]

Podle OECD došlo v roce 2010 k růstu globální ekonomiky o 4,6 % a je odhadováno, že následující rok by měla zmírnit na 4,2 %. [39] I když tento vývoj signalizuje, že svět by již krizi mohl mít svět za sebou, není v mnoha zemích hospodářská situace příznivá. USA stále bojuje s vysokou nezaměstnaností a vysokým zadlužením a v Evropě čelí některé státy (např. Portugalsko, Řecko) dluhové krizi.

3. Dopady finanční krize na ekonomiku České republiky

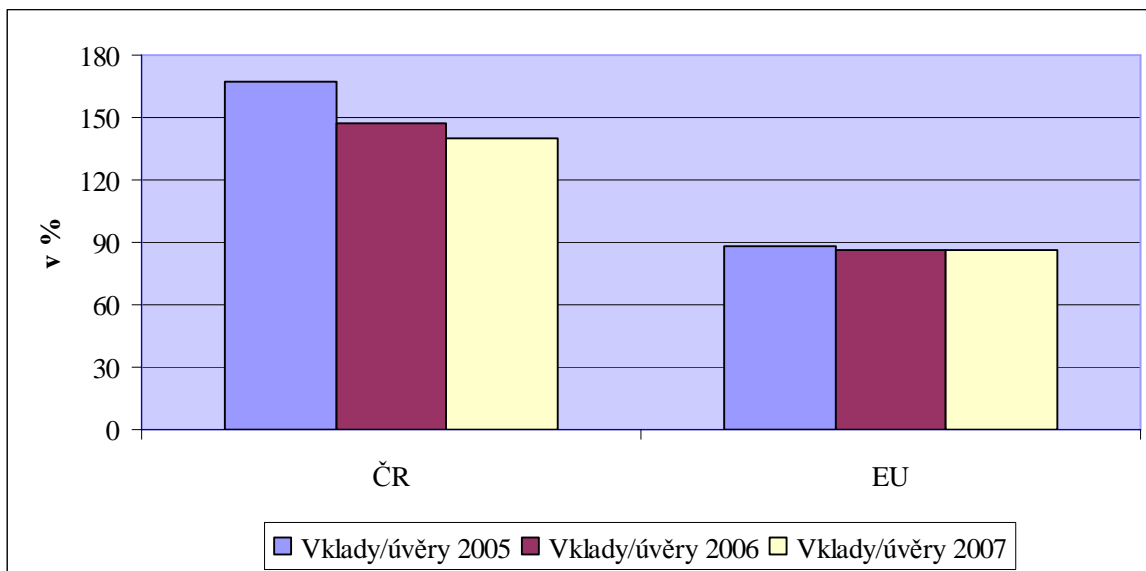
Česká republika si v průběhu své krátké osmnáctileté historie prošla fázemi hospodářského růstu i útlumu. Během svého vzniku byla ekonomika oslabena probíhající transformací z centrálně řízeného systému na tržní. Od roku 1994 se však pozitivně projevíly důsledky úspěšné realizace ekonomických reforem, díky čemuž došlo k oživení ekonomiky trvající téměř dva roky. V roce 1997 nastal v ČR další hospodářský útlum, když byla po spekulativních útocích na korunu a její devalvací nucena přijmout řízený plovoucí kurz měny. Nové oživení ekonomiky nastalo v roce 1999 a hospodářský růst by pravděpodobně trval nadále, pokud by nenastala finanční krize v USA v roce 2007.

Koncem roku 2008 vstoupila česká ekonomika do třetí recese, která se však od předchozích dvou odlišovala v jedné specifické vlastnosti, a to v původu. Zatímco tzv. transformační recese a měnová krize měly své příčiny vzniku v nitru České republiky, poslední zpomalení tuzemského hospodářství bylo způsobeno poklesem globální ekonomiky citelně zasažené finanční krizí.

3.1 Vliv na vybraná odvětví

Česká republika se řadí v Evropě ke skupině států, která nepocítila dopady krize tak výrazně jako ostatní. Hlavním důvodem je její stabilní a kvalitní ekonomika a především zdravý **bankovní sektor**. České finanční instituce se po změnách v bankovním sektoru na počátku této dekády přeměnily v kvalitně řízené firmy orientované na domácí trh a díky konzervativnímu a komerčnímu zaměření se vyhnuly problémům s nelikvidními cennými papíry (podíl na těchto aktivech byl menší než 1 %). Mají velmi dobrou bilanční likviditu a jsou v menší míře odkázány na zdroje z kapitálového trhu. [40] Disponují dostatkem primárních zdrojů pro poskytování úvěrů a nemusí tak nutně využívat zdroje na trhu. Poměr primárních vkladů a klientských úvěrů je v ČR příznivější než v ostatních členských státech EU (viz Obrázek 5). České banky ani neposkytují ve velké míře úvěry na bydlení

v cizích měnách a nejsou proto závislé na funkčnosti zahraničních trhů sloužících k zajišťování kursového rizika, což byl například problém u Polska a Maďarska. [41]



Obr. 5: *Financování úvěrů v ČR prostřednictvím primárních zdrojů*

Zdroj: ZAMRAZILOVÁ, E., Světová finanční krize a její důsledky pro českou ekonomiku, s. 6. [42]

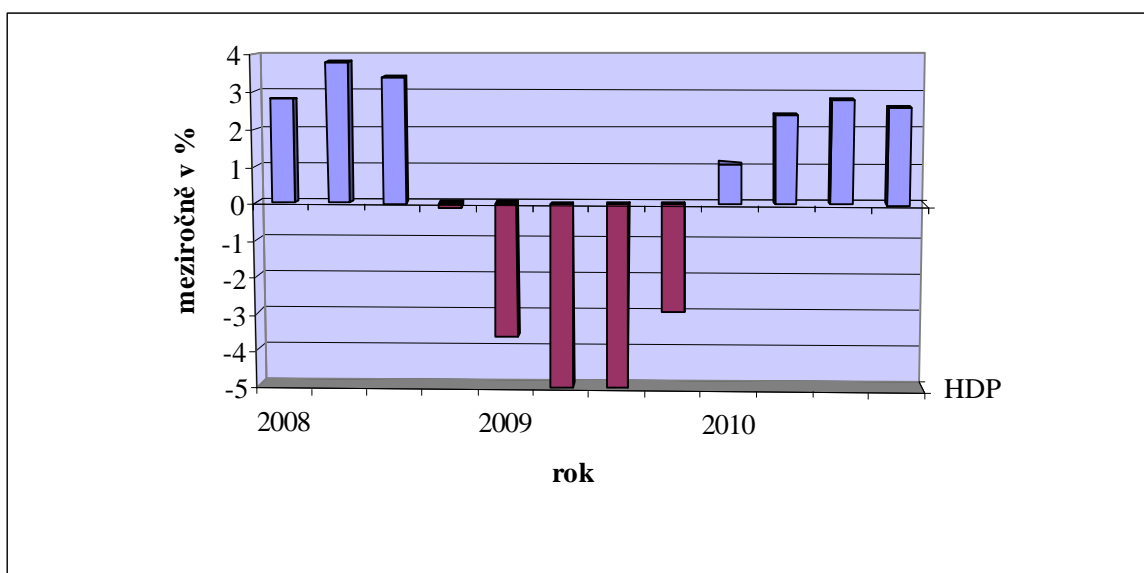
Česká republika bezprostředně po vypuknutí krize na americkém realitním trhu nezaznamenala výrazné negativní dopady. V průběhu roku 2008 se však začala přenášet nervozita na mezibankovním trhu z USA i do Evropy a stoupaly obavy o stabilitu evropských bank. Ceny akcií bankovních titulů začaly prudce klesat od října, když se ceny dostaly na svá pětiletá minima. Propad zaznamenaly i akcie domácích bank a mateřských bank českých bankovních institucí. [43] To se odrazilo nejen na poklesu důvěry českých klientů, ale také na chování bank, které se uchýlily k obezřetnějšímu přístupu k poskytování úvěrů.

Na českém finančním sektoru se sice projevovala očividná nejistota, ale o tom, že nedošlo k jeho přímému zasažení svědčí skutečnost, že Česká republika byla jednou ze tří zemí OECD (spolu se Slovenskem a Mexikem), kde stát nemusel finančním institucím pomáhat prostřednictvím peněžních injekcí. Vždyť banky neutrpěly v porovnání se svými mateřskými společnostmi v roce 2008 téměř žádné ztráty na zisku. Globální finanční krize

však měla silný dopad na tuzemskou reálnou ekonomiku. Kvůli zpřísnování úvěrových standardů a celosvětovému poklesu zahraniční a následně domácí poptávky, u které se promítly rostoucí obavy z krize snížením útrat domácností, se tuzemské firmy musely vyrovnávat s omezenými zdroji financování a poklesem prodeje.

K těmto okolnostem se ještě od poloviny roku 2007 připojilo silné posilování měnového kurzu, což se negativně promítlo do konkurenceschopnosti podniků a dále tak přispívalo k jejich rostoucí míře platební neschopnosti na zhruba 6 %, přičemž na začátku roku 2007 se tento indikátor pohyboval pod 3 %. [43]

České hospodářství začalo prudce klesat v posledním čtvrtletí roku 2008 a nejhorších výsledků dosáhlo v roce 2009, zejména ve druhém a třetím čtvrtletí (viz Obrázek 6).

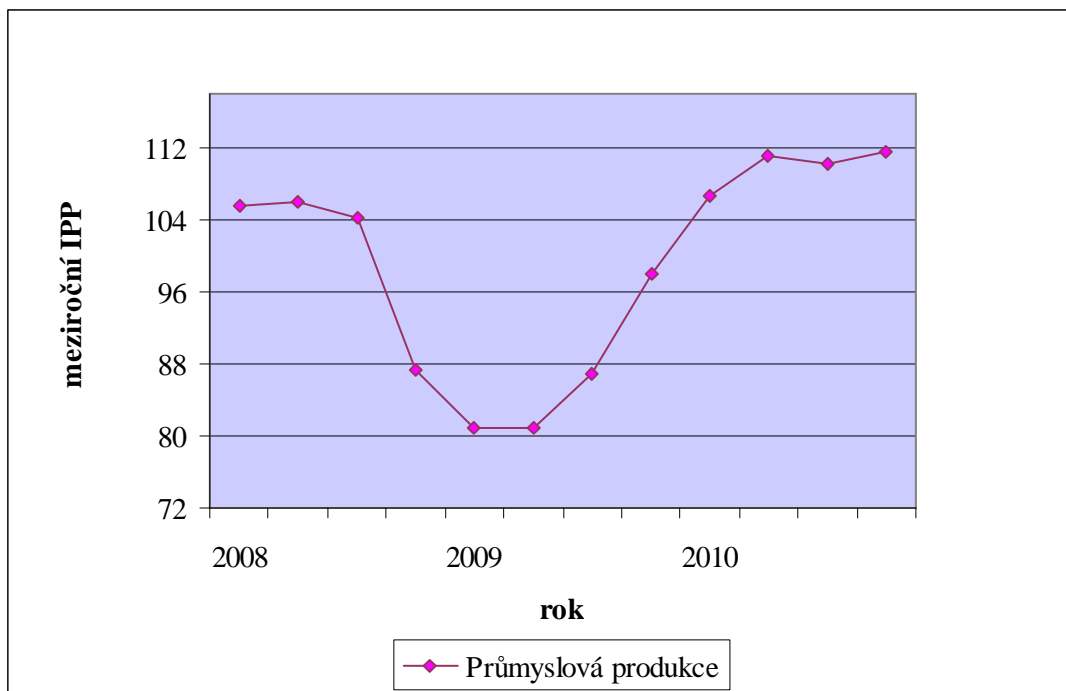


Obr. 6: Vývoj HDP České republiky v letech 2008-2010

Zdroj: vlastní zpracování dle Kurzy. [44]

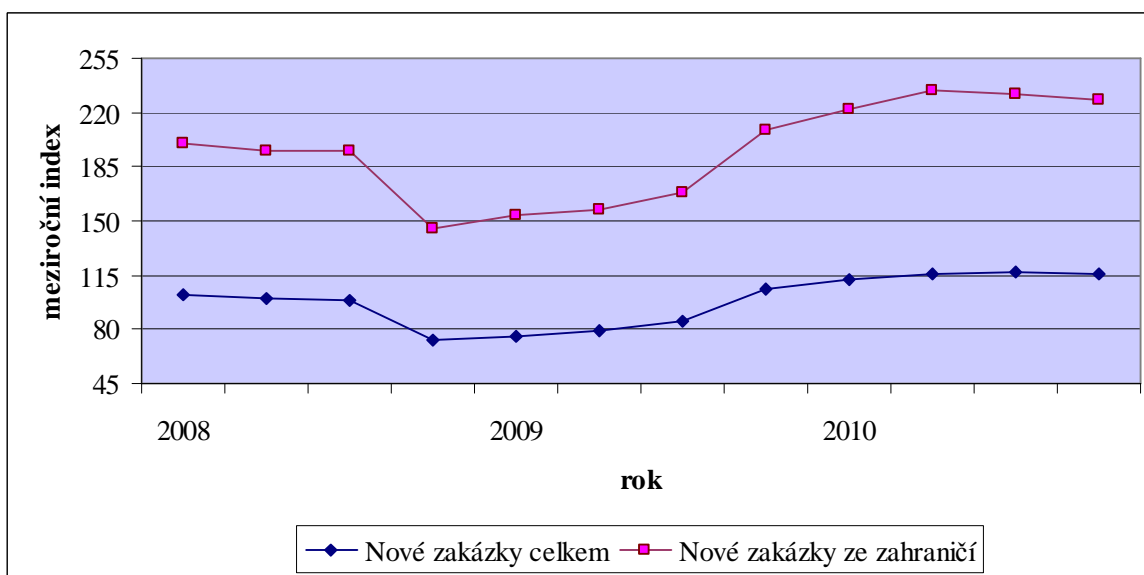
Za tímto poklesem stála především nedostatečná zahraniční poptávka, která se ihned projevila na průmyslové výrobě (viz Obrázek 7 a Obrázek 8). V roce 2009 se meziroční průmyslová produkce snížila o 13,4 %, postupně z 19 % v prvním čtvrtletí až na 2 % ve čtvrtém čtvrtletí. [45] Podle průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR seškrtyly české firmy investice plánované na rok 2009 až o 70 % a téměř polovina plateb mezi firmami

měla zpoždění. [46]



Obr. 7: Vývoj průmyslové produkce v ČR v letech 2008-2010

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ. [47]



Obr. 8: Nové zakázky v průmyslu ČR v letech 2008-2010

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ. [47]

Česká republika je malou, ale velmi otevřenou ekonomikou, která je závislá na exportu, neboť právě tržby za vyvážené zboží tvoří téměř dvě třetiny HDP. Na její hospodářský vývoj má tak značný vliv situace v okolních zemích, zejména v Německu, které je dlouhodobě jejím největším obchodním partnerem. Nedostatek zahraničních zakázek vážně ochromil **automobilový průmysl**, který má největší podíl na růstu české ekonomiky. Většina velkých automobilových společností (Škoda Auto, Hunday, Tatra) a na nich navázané subdodavatelské firmy byly nuceny omezit či dočasně zastavit výrobu a přikročit k propouštění. Za rok 2009 klesl v tomto odvětví počet pracovníků o 14 018, což odpovídá 10,8% poklesu. [48] Šrotovné zaváděné v okolních evropských státech výrazně napomohlo tomu, že tato čísla nebyla horší.

Nejvyšších hodnot ztrát dosáhl tradiční český obor - **sklářský průmysl**. Ten se již řadu let potýkal s poklesem zakázek a levnou zahraniční konkurencí, zejména z Asie, a krize jeho již tak špatnou situaci ještě více zhoršila. Mnoho sklářských firem zkrachovalo, například skupina Bohemia Crystalex Trading, největší výrobce užitkového skla a porcelánu v České republice.

Stavebnictví se muselo za rok 2009 vyrovnat s úbytkem zakázek soukromého sektoru, zejména na výstavbu bytů a komerčních budov, ale díky silné poptávce veřejného sektoru nedošlo k výraznému omezení a hodnota nových stavebních zakázek dokonce vzrostla meziročně o 17,4 %. [49]

Krize měla svůj vliv na většinu sektorů českého hospodářství. Podle společnosti Czech Credit Bureau zkrachovalo 1 480 firem v roce 2009, což odpovídá 42% nárůstu oproti roku 2008. Jedna třetina bankrotů se odehrála u firem podnikajících v oboru obchod, desetina bankrotářů byla ze stavebnictví a desetina z oboru služeb. [50]

Rok 2010 byl již ve znamení ožívání české ekonomiky, na kterém měla nejvyšší podíl rostoucí zahraniční poptávka, především z Německa a Slovenska. Průmyslová výroba dosáhla už v březnu dvouciferné hodnoty, rostl zahraniční obchod i vnitřní trh. Na druhou stranu však došlo k propadu stavebního průmyslu, u kterého se krize projevila s opožděním. Stavební firmy se musely vyrovnat zejména s úspornými vládními

opatřeními zaváděnými od poloviny roku. Tempo růstu českého hospodářství bylo zhruba na stejné úrovni jako v roce 2008 a ČR patřila mezi třetinu nejrychleji rostoucích zemí EU. Příznivě se vyvíjela i míra nezaměstnanosti (7,4 % oproti 9,6 % v EU). [51]

Česká republika čelila nejvážnějším problémům pramenícím z krize v roce 2009. Dnes pokračuje v zotavování z recese, posiluje se důvěra firem i domácností, banky si drží obezřetnější přístup k řízení rizik a průmysl je opět tahounem hospodářství. Protože je ale jeho vývoj závislý na zahraničních faktorech, například dluhové krize eurozóny, je obtížné určit, jakým dopadům finanční krize z roku 2007 ještě bude muset v budoucnu čelit.

3.2 Opatření vlád ČR v boji proti krizi

V reakci na nepříznivou globální ekonomickou situaci a obav z jejího vlivu na českou ekonomiku rozhodla v prosinci 2008 vláda ČR, v čele s tehdejším premiérem Mirkem Topolánkem, o vytvoření plánu, tzv. **Strategie připravenosti a akcelerace růstu**, ve kterém stanovila čtyři základní cíle [52]:

- obnovit důvěru ve finanční sektor,
- předejít a eliminovat rizika ze světové finanční krize,
- nalézt impulsy k růstu ekonomiky,
- nalézt nástroje ke stabilizaci a zpružnění ekonomického prostředí.

V rámci této strategie vznikl 8. ledna 2009 nový poradní a konzultační orgán vlády ČR, tzv. **Národní ekonomická rada vlády**¹⁸ (dále jen NERV), jejíž hlavním úkolem měla být analýza potenciálních rizik a dopadů světové krize na Českou republiku a hledání takových opatření a nástrojů, které by směřovaly k jejich zmírnění či eliminaci. NERV se skládal z deseti členů pocházejících z akademické, bankovní, finanční i podnikatelské sféry. Z nich lze jmenovat například bývalého vicepremiéra pro ekonomiku Martina Jahna, hlavního

¹⁸ Od září 2009 byla činnost Národní ekonomické rady pozastavena. 4. srpna 2010 vláda Jana Fishera tento orgán znovu obnovila v úpraveném členském složení.

makroekonomu ČSOB Tomáše Sedláčka, bývalého ministra financí Jiřího Rusnoka nebo ředitele pro strategii společnosti Partners Pavla Kohouta.

NERV ve spolupráci s vládou ČR vytvořili 16. února 2009 **Národní protikrizový plán** (dále jen NPP) obsahující legislativní a exekutivní opatření, jejichž zavedením mělo dojít ke zmírnění růstu nezaměstnanosti a udržení stability veřejných financí. Zhruba polovina z navrhovaných položek byla již realizována od září roku 2008, šlo například o schválení speciálních pobídek pro nové investory nebo peněžní podporu zemědělcům (ve výši 30 mld. Kč) a České exportní bance (ve výši 1 mld. Kč). Mezi další nově navrhnutá opatření patřily následující položky [53]:

- snížení sazby sociálního pojištění zaměstnancům o 1,5 %,
- sleva na sociálním pojištění,
- rychlejší odpisy majetku (zkrácení doby odpisování u 1. skupiny ze tří na jeden rok, u 2. skupiny z pěti na dva roky),
- rozšíření uplatnění odpočtu DPH u automobilů zrušením nesystémové přírážky pro plátce DPH,
- snížení poplatků na železnicích,
- zajištění regionální dopravní obslužnosti,
- garance a podpora úvěrů,
- snižování energetické náročnosti budov,
- investice do výzkumu a vývoje, dopravní infrastruktury,
- aj.

Tato opatření představovala celkové stimuly pro ekonomiku ve výši 2,1 % HDP (80,1 mld. Kč) s dopadem na veřejné rozpočty ve výši 1,1 % HDP (41,5 mld. Kč). [53]

V únoru 2010 se nová vláda pod vedením Jana Fischera dohodla spolu s odbory a tuzemskými podniky na plánu „ústupu“ od protikrizových opatření v reakci na odeznívající ekonomickou krizi. Tzv. **Exit strategy** obsahovala celkem osmatřicet krátkodobých opatření, která měla přispět k oživení české ekonomiky. Strategie vycházela částečně z předchozího programu (NPP) a pokračovala v podpoře zateplování domů,

motivací bank k většímu půjčování či zrychlení a zjednodušení čerpání evropských peněz. Nově se soustředila na úspornou a daňovou oblast. Došlo k ponechání sazeb DPH na 10 a 20 %, nižší nemocenské a vyšší daně z nemovitostí a vzniku nového daňového pásma pro lidi s vysokým příjmy ve výši 25 %. [54]

Většina vládních opatření uskutečněných během krizové situace měla bezpochyby svá opodstatnění. Velikost jejich účinku na ekonomiku a obyvatele však nelze srovnat s velikostí efektu těch stimulačních opatření, která byla zavedena v jiných velkých zemích. Na rozdíl od USA, kde činí spotřeba domácností až 80 % HDP či Německa, spotřeba českých domácností plní HDP zhruba z 30 % a protože většina výrobků je dovážena, je odhadováno, že z peněz, které stát přímo přerozdělí lidem, odteká zhruba 70 % do zahraničí. [46] Pro oživení české ekonomiky je tak klíčovější růst poptávky v okolních státech, zejména v Německu.

4. Možnosti předcházení finančním krizím

Po Velké hospodářské krizi, jež vznikla krachem na newyorské burze v roce 1929, byla provedena opatření, která měla zabránit jejímu opakování. Od tohoto období nastalo mnoho dalších finančních krizí, ale až současná finanční krize je s ní vzhledem ke svému rozsahu nejčastěji srovnávána. Krize, která se vyvíjela na americkém hypotečním trhu od roku 2004, se prohloubila do mnohem nebezpečnější a nákladnější finanční krize s celosvětovým dopadem. Při zkoumání možností, které mají zabránit opakování finanční krize, nelze přistupovat k jednotlivým faktorům, jež vedly k jejímu vzniku, zvláště, ale komplexně. Tyto faktory jsou totiž vzájemně propojené a vyřešení jednoho z nich nestačí.

4.1 Nový směr ekonomie

V březnu 2007 bublina obrovského přebytku domů a pozemků na americkém hypotečním trhu splaskla. Jak je možné, že nebyl proveden žádný pokus o její zastavení? Pro zodpovězení této otázky je nutné poznamenat, že o nadcházející pohromě neměl téměř nikdo tušení. Jen několik málo akademických ekonomů předpovídalo a ve svých člancích a analýzách upozorňovalo veřejnost na neblahý vývoj s nemovitostmi – lze jmenovat například americké ekonomy Roberta J. Schillera [55], Petera D. Shiffa [56] nebo profesora ekonomie Nouriel Roubiniho, který svou předpověď o hrozící krizi přednesl na Světovém ekonomickém fóru v Davosu v roce 2007.

Ve svých prognózách se opírali o již známé faktory – příliš nízké sazby nastavované americkou centrální bankou, uvolněné podmínky pro poskytování hypoték, agresivní makléře a vládou sponzorovaného sekuritizačního průmyslu se zahraničními investicemi. R. J. Shiller, představitel behaviorální ekonomie, navíc přidává i psychologii, jejíž nepochopení ze strany lidí vede ke vzniku stále nových a nových bublin. To vše mělo za následek vytvoření neuvěřitelného množství spekulací a vznik dojmu, že hodnota domu bude jen stále růst, což z něj činilo výbornou investiční příležitost.

Na základě analýzy bylo krátce před krizí zjištěno, že od 60. let si američtí vlastníci domů

vypůjčili oproti hodnotě svých domů tolik peněz k financování spotřeby, že v roce 2006 hodnota domů i přes rekordní cenové ohodnocení představovala nejmenší procento hodnot domů v americké historii. [56] To signalizovalo, že s razantním poklesem cen by byla situace mnohonásobně horší.

Varování, které přinášeli výše zmínění odborníci, měli mít své cílové posluchače nejen v politicích a představitelích FEDu, ale taktéž i v amerických vlastnících domů a dalších osob, které zvažovaly vstup na realitní trh s vidinou vysokého zhodnocení (vždyť jen některé případy studentů, kteří si nakoupili dům s očekáváním takového výnosu, který by jim zaplatil výdaje a školné, stojí za vzorný příklad). Ve skutečnosti byla tato varování opomíjena a považována za nepravděpodobné katastrofické vize. Nouriel Roubini například získal za předpovězení finanční krize a propad realit (a nejen jich) přezdívku „Doktor Zhoubá“ a pohrdání taktéž i od mnohem známějších ekonomů.

Vzhledem k poměru počtu ekonomů působících po celém světě a těch několika málo, kteří předpověděli (ať už z různých příčin) nemovitostní bublinu a současnou krizi, se opět objevily pochyby o smyslu ekonomie v souvislosti s její schopností (resp. neschopností) předvídat krize a nabídnout účinná řešení k jejich zamezení. Tato věda je dlouhodobě kritizována za svou staticčnost, resp. za statické uvažování ekonomů, kteří pracují s jednoduchými, často v reálném hospodářském životě neuplatnitelnými modely. Ekonomika je totiž dynamický systém, ve kterém dochází k neustálému vývoji – vždyť jen v posledních čtyřech desetiletích došlo ke vzniku globálních institucí a růstu jejich významu ve světě, rozšíření nových finančních instrumentů aj., z nichž některé mají destabilizující vliv, jiné opačný.

Existují sice modely, které například ukazují, jak se mohou díky malým úvěrovým omezením malé šoky v jedné části ekonomiky (realitním trhu) „přelít“ do celého systému a ovlivnit agregátní výstup. Podobně umí ekonomie dobře uchopit zdánlivě šílené chování bankéřů a vymezit problém morálního hazardu. Navzdory tomu ale někteří ekonomové pomohli vytvořit podhoubí deregulace a selhání dozoru, a je zřejmé, že finanční sektor byl makroekonomy silně ignorován. [57]

V poslední době se do větší pozornosti dostává nový obor, tzv. **ekonofyzika**, která se zabývá aplikacemi postupů uplatňovaných ve fyzice na ekonomické obory. V užším smyslu se jedná o aplikaci metod a postupů statistické fyziky na komplexní ekonomické systémy skládající se z velkého počtu lidí. První zmínka o této interdisciplinární disciplíně se objevila na konferenci *Dynamics of complex systems*, kde o ní referoval americký fyzik Harry E. Stanley. [58]

H. E. Stanley je autorem teorie fázových přechodů, pomocí níž lze dobře vysvětlit analogii mezi fyzikou a ekonomikou. V září 1929 dosahoval Dow Jones Industrial Average¹⁹ (dále jen DJIA) své historicky nejvyšší hodnoty 381 bodů. 8. července 1932 ztratil akciový trh 89 % své hodnoty. Toho dne se zmenšil objem newyorské akciové burzy na zhruba milion obchodovaných akcií a DJIA klesl na hodnotu 41 bodů. 19. října 1987 ztratil DJIA index přes 500 bodů, tj. přes 22 % tržní hodnoty. V říjnu 2007 se vyšplhal na hodnotu 14 161 a zhruba o rok později klesl o téměř 50 %. [59] Jevy, podobné těmto náhlým změnám na burzách, jsou dlouholetým předmětem zájmu fyziků. Například při zahřívání vody při atmosférickém tlaku ke 100 °C se mění měrný objem vody plynule, ale při zvýšení teploty z 99,99 °C na 100 °C se mění měrný objem vody dramaticky, jeho hodnota se zvýší 1 600krát. Dochází k fázovému přechodu, voda se mění v páru. Malá změna některého parametru vyvolá prudkou změnu chování celého systému. Jako další názorný příklad lze uvést určitou podobnost mezi makroekonomickými agregovanými veličinami jako je HDP, inflace nebo měnový kurz a agregovanými veličinami ze statistické mechaniky – plyn, tlak, teplota. [60]

Ovšem i tato analogie má nedostatky, se kterými je nutno počítat. Ve fyzice se pracuje s daleko většími statistickými soubory, než jaké používají ekonomové. Taktéž velký rozdíl je v tom, že fyzikální jevy jsou děje opakovatelné a každý z nich lze detailně prozkoumat, takže fyzici mohou získat maximum poznatků pro vyvinutí teorie. Naproti tomu v ekonomii se častěji vyskytují jevy neopakovatelné, např. podmínky při Černém čtvrtku

¹⁹ Dow Jones Industrial Average je ukazatel vývoje akcií na americkém akciovém trhu. Skládá se z akcií 30 amerických společností, které patří mezi největší a nejvíce obchodované.

byly ve světové ekonomice jiné než při dnešní krizi a je otázka, které příčiny krize jsou v obou případech obecné a které jsou pro oba případy zcela specifické. [60]

Ekonofyzikové do svých analýz zahrnují fakt, že trhy nejsou stabilní a samoregulovatelné a zároveň využívají obrovského množství údajů, které tyto trhy nabízejí. Při studiu krachu na burzách ukázali s využitím „**teorie komplexních systémů**“, že v současnosti většina tradičních ekonomických a finančních modelů je nedostatečná. V této teorii je finanční trh představován jako komplexní systém, jehož struktura je tvořena velkým počtem navzájem interreagujících ekonomických agentů²⁰.

Jedním z modelů, který se užívá pro popis fázových přechodů a lze tak pomocí něj ukázat na jevy, které se vyskytují při krizových situacích na trzích, resp. burzách, je ve fyzice znám jako **Isingův model**²¹.

Na základě výsledků statistického a dynamického a modifikovaného Isingova modelu zaměřeného na vzájemnou kooperaci investorů bylo zjištěno, že jednou z hlavních příčin velkých cenových poklesů je vznik celoprostorové vzájemné kooperace ekonomických agentů, tj. davový efekt. Ukázalo se, že se zvyšující se pravděpodobností sledování a zahrnutí názoru investorova okolí se zvyšuje i pravděpodobnost rozvinutí trhu do kritického stavu. [61] Jak uvádí Sornette [62], ani včasné varování však nemusí znamenat jeho odvrácení a může dojít přinejmenším ke třem různým případům:

1. Předpovědi o krachu nikdo nevěří (je dán předpoklad, že předpověď byla správná a krach opravdu nastal).
2. Předpověď o krachu je považována za relevantní. Většina ekonomických agentů se rozhoduje prodávat, aby minimalizovala škody, což způsobí na finančním trhu paniku a následný krach. Jeho příčinou tak nebyl stav postupně směřující do krachu, ale samotná předpověď.

²⁰ Ekonomický agent je jednotlivec, útvar nebo organizace schopný mít kontrolu nad ekonomickými zdroji, které může přesouvat na jiného agenta. Ekonomickým agentem je například podnik, dodavatel nebo zaměstnanec.

²¹ Tento matematický model byl vytvořen v roce 1925 německým fyzikem Ernstem Isingem.

3. Valná většina agentů může považovat předpověď za opodstatněnou a při svém jednání přijímají taková opatření, která zajistí plynulý konec investiční bubliny a vyhnutí se krachu. Předpověď o výskytu kritické situace se tak ukazuje jako nesprávná.

I přes zmiňované nedostatky, kterými ekonofyzika disponuje, může být tento obor inspirací pro ekonomy a finanční odborníky. Co se týče finančních trhů, tito odborníci se musí orientovat v oblasti, kde dochází k neustálemu vývoji. Prvním impulsem ke změně současného „směru“ ekonomie by snad mohla být tedy skutečnost, kterou tato krize naplno ukázala - finanční trhy jsou neschopné seberegulace.

4.2 Proměna měnové politiky

Ekonomická situace ve světě v období 2007-2009 vzbudila obavy, že nastane nová Velká deprese, ne-li horší než ta, jež začala v roce 1929. Zjevnou podobnost mezi oběma však především z důvodu uplatnění rozdílné měnové a hospodářské politiky centrálních bank a vlád i míry protekcionismu nelze spatřovat. Ve 20. letech minulého století byla například jakákoliv akce americké centrální banky kvůli připoutání dolaru ke zlatu téměř protiústavní (až v roce 1932 FED zahájil záchrannou operaci pro bankovní sektor), zatímco dnes je tištění peněz běžným nástrojem, jak se pokusit vyhnout hrozící krizi či odvrátit recesi.

Velmi uvolněná monetární politika prováděná americkou centrální bankou po pádu nadhodnocených technologických akcií trvala téměř čtyři roky a spustila hypoteční boom. Na následný růst cen spotřebního zboží vzápětí reagovala zvýšením základních úrokových sazeb, čímž zhoršila situaci mnoha příjemců hypoték. FED je institucí nezávislou na politické moci, což ale také znamená, že není pod žádnou kontrolou. Subjektivní rozhodnutí několika málo představitelů této banky měla tak obrovský vliv na osud miliónu lidí a vývoj ekonomiky vůbec. Mnoho kritiků ho proto považuje, v čele s tehdejšími guvernérem, Alanem Greenspanem²², za jednoho z hlavních viníků krize.

²² Alan Greenspan zastával funkci předsedy Federálního rezervního systému v letech 1987-2006.

Český ekonom Pavel Kohout [1] hovoří o období od roku 2001 jako o politice „postmonetarismu“. Poukazuje na to, že dříve centrální banky reagovaly na změny v inflaci a na výkyvy hospodářského růstu, ale nyní se samy stávají iniciátorem změn, protože se více soustřeďují na očekávání.

Je možné vůbec dosáhnout takové měnové politiky, která by vždy bezchybně a ve správný čas reagovala na aktuální potřeby ekonomiky? Možná, že ano – pokud by pohyb úrokové míry odpovídal preferencím všech subjektů v ekonomice. Při existenci naprosto svobodného a ničím nenarušovaného trhu, by zvýšení preferencí budoucí spotřeby na úkor spotřeby současně vedlo k růstu objemu nabízených úspor, poklesu úrokové míry a zvýšení objemu investic podpořené dodatečnými úsporami spotřebitelů. Tím že ale ve skutečnosti centrální banka mění zásobu peněz, dochází ke změně úrokových měr, aniž by se měnila časová preference spotřebitelů. Při zvýšení peněžní nabídky banka snižuje nominální úrokovou míru pod její skutečnou tržní úroveň a ekonomika dostává falešný signál o skutečném stavu reálných úspor a dodatečné investice vznikají, aniž by spotřebitelé jakkoliv zvýšili své úspory. Po určitém čase však dojde k následnému přizpůsobení pomocí růstu cen a navrácení úrokové míry zpět k rovnovážné úrovni odpovídající skutečné časové preferenci. Životaschopnost uměle vytvořených investic je pak zcela minimální. [63]

Bylo by nerozumné přistoupit k radikálnímu činu a zcela paralyzovat měnovou politiku jakožto hlavní nástroj centrální banky. Stačilo by, kdyby se bankéři více soustředili na analýzu chování spotřebitelů a aplikovali její výsledky do své činnosti.

Známé jsou názory některých ekonomů (například P. D. Schiff, P. Kohout) či významného investora (R. Kiyosaki), kteří pochybují o vůli představitelů americké vlády a centrální banky změnit současný styl měnové politiky. Narůstající dluh, který je po desetiletí pohonem ekonomiky USA, je možné financovat pomocí inflace, resp. levnějšími dolary, což je pro politiky vhodnější alternativou k nepopulárnímu zvyšování daní. Domnívají se, že je ve vládním zájmu vytvářet inflaci pomocí peněžní expanze a zároveň o ní nedostatečně informovat v oficiálních statistikách.

Pro měření inflace se používají dva ukazatele – index spotřebitelských cen (dále jen CPI)

a index výrobních cen (dále jen PPI). P. D. Shiff upozorňuje na to, že polovina položek zboží a komodit, které oba indexy zahrnují, se různým způsobem tvořivě upravuje, což činí spolehlivost měření cen vysoce podezřelou. Jako příklad uvádí nahrazení cen domů ekvivalentem nájmu majitelů, které provedli politici na konci 70. let ve snaze zmírnit neblahé následky toho prvního na měřenou míru inflace. Vysoké ceny domů ale ve skutečnosti způsobily pokles cen nájmu, čímž vyvinuly sestupný tlak na CPI. Výsledkem bylo, že i přes narůstající ceny domů klidový ekvivalent majitelova nájmu napomohl udržet tyto stoupající ceny stranou od CPI. To se stalo, protože nejnižší možné hypoteční sazby a laxní půjčovací standardy proměnily nájemce v kupce, což vytvořilo rekordně vysokou míru neobsazenosti a málo potenciálních nájemníků, kteří by ji zaplnili. To potlačilo nájem a drželo prvek bydlení CPI v utajení, především „jádro“²³, jež se skládalo takřka ze 40 % z nájmu. Čím větší inflaci FED vytvořil, tím větší sestupný tlak aplikoval na jádro CPI, jež je jeho oblíbené měřítko inflace.

Pokles cen nájmu spolu se stejným průběhem cen ojetých aut způsobil propad 1,7 % v jádru CPI za období mezi listopadem 2001 a prosincem 2003. [64]

Nedostatečná vypovídací schopnost CPI není problémem sužujícím pouze USA. V Evropě zahrnuje index spotřebitelských cen pouze tzv. výdaje na konečnou spotřebu, což znamená, že se do výpočtu inflace nezapočítává kupní cena vlastnického bydlení, protože nákup domu je klasifikován jako investice a nikoli jako spotřeba. To pak způsobuje, že i při nárůstu cen domů zůstává inflace oficiálně nízká. Každá země přisuzuje zároveň nákladům spojeným s nájemným a konečnými náklady na vlastnické bydlení jinou váhu. Například Česká republika dává váhu 13,3 % a v eurozóně je platná váha pouze 6,3 %. Díky tomu lze vysvětlit, proč inflace v zemích jako Irsko nebo Španělsko zůstávala nízká inflace i na vrcholu nemovitostní bubliny. [1]

Je obtížné vytvořit takovou metodiku výpočtu inflace, která by správně odpovídala skutečnému pohybu spotřebních a průmyslových cen. Její docílení by každopádně mělo

²³ Jádro, tj. jádrová inflace nezahrnuje kolísavé ceny energií a nezpracovaných potravin a má tak zajistit lepší vypovídací schopnost indexu.

být v největším zájmu statistiků, ekonomů i politiků. Především jádrová inflace je totiž značně užívaným ukazatelem, jejíž nízkými hodnotami centrální banky odůvodňují svou expanzivní měnovou politiku.

4.3 Regulace finančního trhu

Byla příliš nízká regulace finančního trhu jedním z hlavních faktorů této krize? Z činů politických představitelů, které byly uskutečněny v nedávných měsících, lze vyrozumět, že ano. Americký prezident Barack Obama schválil v červenci 2010 zásadní změnu v systému bankovní regulace a provedl tak největší finanční reformu od počátku 30. let minulého století. Nový zákon se dotýká jak bankovního sektoru, tak samotného Wall Streetu, tj. místa, kde se nachází hlavní americká burza *New York Stock Exchange*, ale také mnoho dalších burzovních i neburzovních trhů. Hlavním záměrem této reformy je zabránění opakování finanční krize zajištěním větší transparentnosti amerického finančního trhu, zvýšením ochrany běžných střadatelů a akcionářů a uplatněním takových opatření, které zamezí, aby náklady krize byly financovány penězi daňových poplatníků.

Jednou z novinek bude zřízení dvou nových institucí: Prvním orgánem, zcela nezávislým na FED, se má stát Úřad finanční ochrany spotřebitele (*Consumer Financial Protection Bureau*), který bude kontrolovat, za jakých podmínek a v jaké formě banky poskytují hypotéky, úvěry na kreditních kartách a ostatní druhy úvěrů. Druhou institucí se stane Rada pro dohled nad finanční stabilitou (*Financial Stability Oversight Council*), jejíž úkolem bude dohlížet na bankovní i nebankovní společnosti, které dosahují takové velikosti, že při jejich kolapsu by mohla být ohrožena celá ekonomika. Tyto organizace budou muset splňovat přísnější kritéria svého kapitálového zajištění a likvidity a sestavovat scénáře svého možného rozpadu pro případ hrozícího bankrotu. Vláda navíc získá pravomoc vyloučit vedoucí pracovníky těchto společností. Rada bude mít dále na starosti monitoring vzniku tržních bublin a vedení nad rozsáhlou sítí regulátorů jednotlivých států. Další úprava zákona se týká bank, za jejichž vklady ručí vládní garance. Ty budou povinny oddělit své divize obchodující s vlastním jménem od svých mateřských společností. Budou muset navíc prodat své podíly v hedgeových fondech a kapitálových společnostech.

Reforma omezuje rovněž finanční inovace – obchody s finančními deriváty se budou nově provádět prostřednictvím centrální elektronické burzy, čímž má dojít ke zvýšení průhlednosti obchodů a snížení rizik spojené s bankrotem jedné z obchodních stran. [65] Regulaci budou taktéž podléhat ratingové agentury a hedgeové fondy.

V Evropě se čelní představitelé Evropské unie dohodli na reformě finančního sektoru v září 2010 přijetím balíčku legislativních návrhů, jejichž cílem má být posílení spolupráce mezi jednotlivými členskými státy v rámci zefektivnění dohledu nad finančními trhy a zabezpečení včasného odhalování rizik v systému. K tomu má dojít na základě zřízení nových orgánů – jedním z nich bude Evropský výbor pro systémová rizika (*European Systemic Risk Board*), tvořený centrálními bankéři a národními regulátory, jehož úkolem bude podávat včasné varování před hospodářskými krizemi a zároveň vydávat doporučení a sledovat jejich provádění. Dalšími nově vytvořenými institucemi se stanou Evropský systém orgánů finančního dohledu (*European System of Financial Supervisors*) a tři instituce, které budou monitorovat kondici bankovního sektoru, pojišťoven a penzijních fondů a zároveň budou držet dohled nad trhem s cennými papíry.

Evropský parlament přistoupil stejně jako USA k regulaci ratingových pravidel. Nově tyto agentury nesmí poskytovat poradenské služby a hodnotit finanční nástroje bez prokázání dostatečně kvalitních informací. Budou muset zveřejňovat výroční zprávu o transparentnosti a modely, metody či předpoklady, z nichž jejich proces vyhodnocení prochází. Jejich povinností bude i zavedení interního mechanismu kontroly kvality svých ratingových hodnocení. [66]

Zpřísnění regulačních podmínek má určitě svá opodstatnění. Už jen z toho důvodu, že tato krize ukázala, že finanční trhy nejsou schopny samy směřovat k rovnovážnému stavu a potřebují tak pomoc regulátorů. Je však nutno si uvědomit, kde je regulace opravdu potřebná a v jakém rozmezí. Tím, že američtí politici od druhé poloviny 70. let začali hojně podporovat vlastnictví nemovitostí a podněcovali banky, aby poskytovaly riskantnější půjčky i méně bonitním klientům, zliberalizovali realitní trh. Usnadnili tak sice domácnostem a podnikům lepší přístup k úvěrům a částečně přispěli k vzestupu životní úrovně v posledních třiceti letech, ale zároveň mají díky tomu i svůj velký podíl na vzniku

současné krize. U této oblasti je nutné se tedy zamyslet, do jaké míry má deregulace opravdu příznivý efekt.

Spojené státy se zaměřily v boji proti budoucí finanční krizi především na banky, které v předkrizovém období prováděly příliš rizikové obchody a byly pak odkázány na pomoc daňových poplatníků. Největší část regulačních opatření tedy spadá na tyto finanční instituce.

Americké bankovníctví je však nejregulovanějším finančním odvětvím na světě. Komerční banky a spořitelny se řídí nejprísnějším právním předpisem, tzv. Sarbanes-Oxley zákonem. Ten vyžaduje, aby statutární orgány společnosti osobně ručily za správnost účetních výkazů, jinak čelí vysokým trestům finanční i trestněprávní povahy. Tento fakt mohl proto vést k vytvoření pocitu účastníků trhu, že se nacházejí na bezpečném a dostatečně hlídaném místě, ve kterém se mohou pouštět do hazardních obchodů. [1] Cílem současného zpřísnění regulace bankovního sektoru je zabránění vzniku budoucí finanční krize. Nedošlo tímto ale právě naopak ke zvýšení pravděpodobnosti, že se situace z roku 2007 bude opakovat?

Zcela oprávněné je rozhodnutí omezit obchodování s finančními deriváty, které se v posledních čtyřech desetiletích v obrovském množství rozšířily, aniž by byly jakkoliv monitorovány a hlídány. Finanční trh má tu vlastnost, že je schopný generovat stále nové finanční instrumenty, počínaje credit default swapy, a je proto rozumné, aby regulační orgány měly tento vývoj pod kontrolou.

Z výše zmíněného lze tedy vyčíst, že nelze tak jednoznačně označit slabou regulaci za jednu z hlavních příčin krize a tím pádem zpřísnění regulačních podmínek za možnou obranu proti krizi budoucí. Politici a jejich ekonomičtí poradci si musí uvědomit, kde je regulace opravdu potřebná a kde naopak není. Nesmí se zároveň zapomínat na fakt, že regulátoři jsou taktéž jen lidé, jejichž rozhodování a jednání není vždy bezchybné.

4.3.1 Basel III

Spolu s nově zaváděnými regulačními opatřeními v bankovním sektoru se objevují i návrhy na proměnu dosud celosvětově užívaného konceptu, tzv. **Basel II**. Jedná se o zkrácený název druhé Basilejské smlouvy, standardu pro výpočet kapitálové přiměřenosti bankovních institucí, který nahradil v roce 2008 dohodu o kapitálové regulaci, tzv. Basel I²⁴.

Baselu I byla vyčítána především rigidnost, proto se rozhodlo o jeho proměně a do nového Baselu II byla začleněna možnost diferenciací rizikovosti bankami poskytovaných úvěrů. Banka si tak nově mohla navýšit kapitál v menší míře k úvěru poskytnutému společnosti s menší rizikovou vahou, než k tomu, jež poskytne rizikovějšímu podniku. Jiným přínosem Baselu II oproti původnímu standardu je například možnost využití služeb externích ratingových agentur nebo si banky mohou vytvořit vlastní ratingové přístupy a modely řízení rizik. [67]

Ekonomický výzkum Banky pro mezinárodní platby (*Bank for International Settlements*) však nedávno upozornil na rizika proti-cykličnosti Baselu II. Tento koncept i metody řízení rizik bank byly vytvářeny právě v době, kdy úrokové sazby byly celosvětově nízké a ekonomiky procházely silným globálním růstem. [67]

Proticyklická vlastnost způsobuje, že za takových podmínek aktiva rostou rychlým tempem, načež investiční rizika jsou podceňována a banky tak poskytují úvěry i klientům, kterým by za horších ekonomických podmínek nevyhověla. Zároveň se proticykličnost zvyšuje, když jsou pravděpodobnosti selhání propočítávány z krátkých řad historických dat. Při dlouhotrvajícím hospodářském boomu tak dochází k podcenění úvěrových rizik a v době recese k tendenci jejich nadhodnocení. Protože je Basel II v platnosti pouze krátkou dobu, navíc Amerika oproti Evropě aplikuje tento systém pouze na banky velké, nelze jednoznačně posoudit, zda-li měl svůj určitý podíl viny na dnešní krizi. [68]

²⁴ Basel I vznikl v roce 1988 z iniciativy Basilejského výboru pro bankovní dohled. Jejím požadavkem bylo, aby banky udržovaly minimální kapitál ve výši 8 % z rizikově vážených aktiv.

Každopádně i tak se uvažuje o vylepšení tohoto standardu či přímo jeho nahrazení novým systémem **Basel III**. Mezi návrhy na zvýšení odolnosti bank vůči krizím je například uplatnění požadavku, aby banky držely kapitál tvořený z akcií a zisků z minulých let, namísto z finančních struktur, které jsou příliš složité a neprůhledné nebo větší důraz na zajištění zdrojů pro dlouhodobé úvěry.

Dalšími návrhy směřujícími hlavně na odstranění problému proticykličnosti jsou konzervativnější požadavky na rizikové parametry modelů interního ratingu bank, prodlužování časových řad používaných při výpočtech těchto parametrů, zpětné testování ratingových modelů nebo pravidelné porovnávání očekávaných a realizovaných defaultů bankovních klientů. Tyto metody jsou však stále předmětem výzkumu, přičemž u některých nových klientů či produktů (například americké druhořadé hypotéky) může dojít k tomu, že bude řízení rizik obsahovat vždy subjektivní prvky, protože u nich neexistuje žádná historie. [68]

Z prvních analýz případných dopadů Basel III bylo zjištěno, že by pro banky nebylo úplně jednoduché požadavky splnit. Pokud by například byly nuceny nahradit svůj kapitál pomocí akcií a zisků, měly by potíže s vyplácením dividend, protože zdroje tvořící nyní část kapitálu byly levné. Akcionáři si tak díky tomu mohli dělit více peněz. Potíže by jim nastaly i v případě uplatnění požadavku posílení stabilních zdrojů bank. Před krizí získávaly tyto instituce dostatek zdrojů z finančních trhů, takže dodržování časového souladu obchodů nevěnovaly velkou pozornost. Nyní se však na ty samé finanční trhy obracejí také vlády, které potřebují financovat rostoucí státní deficity. [69]

4.3.2 Globální daň a globální makroregulátor

Globální propojenost finančních trhů způsobila, že krize, která začala v USA, postihla i ostatní části světa. Při hledání účinných řešení k zabránění budoucích finančních krizí je proto nutné vzít v potaz fakt, že regulační opatření prováděná jednotlivě na národních úrovních nemohou být plně dostačující, aby postihla celý tento globální problém, kterým

současná krize je (či případně budoucí mohla být).

Ve světě dlouhodobě fungují mezinárodní organizace jako MMF, který pomáhá zemím nacházejícím se v platební insolvenční či funguje jako mezinárodní rezervní fond, do kterého si státy hromadí finanční prostředky, aby se tak pojistily proti případným šokům nebo Světová banka, která usiluje o snížení chudoby posílením ekonomik chudších států. Neexistuje však žádný mezinárodní finanční regulační orgán, který by se specializoval na provázanou celosvětovou finanční strukturu, monitoroval ji a varoval by před případnými hrozbami.

Možná, že není nutné vytvořit speciální orgán, který by tyto úlohy vykonával. MMF působí již od roku 1944, jednou z jeho hlavních priorit je dohled nad mezinárodním finančním systémem a má celkově dobré předpoklady, aby se mohl stát globálním makroregulátorem. Aby však mohl vykonávat tuto funkci, muselo by dojít k posílení jeho pravomocí. Evropská unie udělala již určitý krok dopředu, když rozhodla o vzniku nového Výboru pro finanční stabilitu. Je ale zatím otázkou, zda-li bude opravdu fungovat a nebude pouze dějištěm dlouhých diskuzí bez odpovídající aktivity.

Jedním z hlavních faktorů, který se podílel nejen na samotném vzniku, ale i rozsahu současné krize bylo obrovské množství finančních spekulací. V souvislosti s regulačními opatřeními proto zaznívají požadavky na jejich omezení a ožívají opět návrhy na zavedení tzv. **Tobinovy daně**, která měla v předkrizovém období velmi malou popularitu. Jedná se o speciální daň uvalenou na mezinárodní finanční transakce, kterou navrhl v 70. letech minulého století americký laureát Nobelovy ceny James Tobin původně jako nástroj ke zmírnění velkých fluktuací směnných kurzů.

Evropská unie začala uvažovat o této dani již na podzim roku 2009, dokonce vyzvala MMF, aby zvážil zavedení tohoto poplatku, který by se vybíral ze všech finančních transakcí a mezi jehož plátce by patřily veškeré banky, pojišťovny a investiční fondy. Skupina G20 měla Tobinovu daň jako jeden z bodů na programu jednání na summitu v září téhož roku.

Tato daň má však svá pozitiva i negativa. Příznivci především vyzdvihují vysoký výnos (v roce 2009 činil denní obrat na peněžním trhu celosvětově 1,5 bilionu dolarů, přičemž z 95 % šlo čistě o spekulativní aktivity), který by znamenal významnou příjmovou položku státních rozpočtů a zdůrazňují, že daň by finanční instituce přivedla k větší zodpovědnosti a ke zvýhodnění dlouhodobějších investic před krátkodobými spekulativními obchody. Kritické hlasy ovšem argumentují, že může dojít paradoxně k opačnému důsledku. Tobinova daň způsobí značné omezení možnosti hedgingu, protože každá z jeho četných transakcí by byla zdaněna. Tím by se firmám zvýšily náklady a následně snížil základ daně. [70] Riziko se skrývá i v daňových rájích, které by společnosti využívaly jako způsob, jak se vyhnout zdanění.

I když tím hlavním záměrem zavedení Tobinovy daně by mělo být omezení příliš velkého počtu finančních transakcí a zabránění opakování finanční krize, skutečnost je taková, že většina politiků ji spíše vidí jako nástroj ke splacení balíčků, kterými museli napumpovat ekonomiky kvůli krizi či jako příjem, jež by byl použit například na humanitární účely.

Evropská unie nakonec schválila v roce 2010 tzv. bankovní daň, od níž si slibuje nejen větší stabilitu finančního systému, ale právě i spravedlivější rozdělení nákladů finanční krize. Zda-li bude mít podobu Tobinovy daně či budou speciálním poplatkem postiženy pouze poskytnuté úvěry, zatím není jasné. Švédsko rozhodlo o zavedení své daně z velikosti cizích zdrojů. Metoda výpočtu je založena na předpokladu, že čím větší banka, tím větší poplatek. Od bilanční sumy banky se odečítá hodnota vlastního kapitálu, aby byla podchycena pouze ta část podnikání, která přispívá k možnému vzniku systémového rizika. Roční výše daně se počítá podle vzorce $0,00036$. Toto opatření má snížit motivaci bank riskovat tím, že bude zvýhodňovat možnost financování vlastních zdrojů oproti cizím. Také by mělo banky donutit vytvářet si rezervy pro případnou krizi. [71] Švédsko již v 80. letech zdanilo prodej akcií, dluhopisů a dalších finančních instrumentů, ale nakonec toto opatření zrušilo v 90. letech, protože vedlo k příliš velkému propadu objemu obchodů na tamní burze. [72]

I když se o globální dani hovořilo napříč celým světem, s její realizací to není jednoduché. Její úspěšné fungování, stejně tak jako činnost globálního finančního dohlázele, by

musely být celosvětově koordinovány, tzn. byla by nutná podpora ze strany všech států, nejen silných mocností.

4.3.3 Jak odstranit morální hazard

Na konci 90. let minulého století byl v USA zrušen Glass-Steagallův zákon, jenž odděloval komerční bankovníctví od investičního, protože se očekávalo, že tímto krokem dojde ke zvýšení konkurenceschopnosti a efektivnosti amerického finančního sektoru. Tím, že se komerční banky mohly podílet na investování a účastnit se tak rizikových operací na finančních trzích, se staly opravdu úspěšnější a dosahovaly vyšší ziskovosti. Získaly příležitost zapojit se do procesu sekuritizace a přenášet tak rizika spojená s toxickými aktivy na třetí osoby, přičemž ty větší měly zároveň jistotu, že je od případných potíží zachrání stát.

Nová reforma amerického finančního systému se soustřeďuje na přísnější kontrolu bankovních i nebankovních společností, vyžaduje oddělení části tradingu a hedgeových fondů od bankovníctví a zavádí nová pravidla pro ratingové agentury. Ale je to dostačující obrana proti tomu, aby se banky nepouštěly v budoucnosti znovu do rizikových obchodů? Zdá se, že nejúčinnějším řešením by bylo opět přijmout zpět Glass-Steagallův zákon a omezit tak komerčním bankám možnosti toho, jak budou moct nakládat s vklady svých běžných střadatelů. Investování prostřednictvím burz nebo obchodování s deriváty by tak bylo pouze v kompetenci investičních bank.

Zejména USA by se mohly inspirovat od svého severního souseda Kanady, jejíž finanční ústavy jsou jedním z nejzdravějších na světě. Kanada uplatňuje od 30. let minulého století stále stejný přístup k regulaci svého bankovního i pojišťovacího sektoru, do které patří právě i striktní oddělení komerčního bankovníctví od investičního. Regulační dohled je proto považován za jeden z hlavních důvodů, proč nebyla země citelně zasažena současnou krizí. [73]

4.4 Fiskální disciplinovanost států

Vysoký rozpočtový schodek a rostoucí dluhové břemeno jsou dlouhodobým problémem mnoha států a jsou také jedním z hlavních důvodů, proč na tyto země dopadla krize hlouběji než na ty ostatní, jejichž rozpočtová bilance je o mnoho více vyrovnanější. Zadlužené ekonomiky si kvůli své rozsáhlé fiskální expanzivní politice uplatňované v posledních desetiletích těžce vypořádávaly s poklesem spotřebitelské poptávky, úbytkem průmyslové výroby a zvyšující se nezaměstnaností během krizové doby. Pět evropských států by zbankrotovalo, pokud by jim nebyla poskytnuta mezinárodní finanční pomoc.

Na boj s krizí a zmírnění recese poskytly USA i osmnáct států z Evropské unie objemné stimulační balíčky, což vedlo k dalšímu zhoršení jejich deficitů a snížení důvěry investorů v jejich schopnost splácet své závazky. Spojené státy drží tento trend v zadlužování již od konce druhé světové války, vždyť je na něm založen jejich ekonomický růst. Nejen jednotlivé vlády, ale i američtí obyvatelé se na tomto trendu podíleli. V roce 2007 se dluh z kreditních karet a hotovostních půjček však nahromadil do takové velikosti, že ho USA již nemohly více absorbovat. Zadlužení domácností dosáhlo své nejvyšší možné úrovně, rychlost hromadění vládního dluhu by však mohla během několik let podle slov některých odborníků snadno vyvolat druhou vlnu finančních krizí vzhledem k dalším obavám týkající se mezinárodního postavení dolaru a zájmu asijských centrálních bank o americké vládní dluhopisy.

Jak tedy dokazuje tato krize – vládní politika, která podporuje zadlužování obyvatel či naopak nepodniká žádné kroky k tomu, aby ho omezovala – může být jejím kořenem. Samotná expanzivní fiskální politika pak značně ztěžuje schopnost států vypořádat se s negativními dopady, které krize přináší.

V současné době je pro většinu států těžké snížit své deficity, natož vůbec dosáhnout vyrovnaného rozpočtu. Mezitím však mohou hledat způsoby a prostředky k tomu, aby si při příštím ekonomickém vzestupu dokázaly vytvořit rezervy, které by jim usnadnily boj s další možnou budoucí krizí.

Jednou z možností, jak řešit tento problém, je vytvořit fiskální pravidla, která by určovala meze, v nichž se mohou politici při svých rozhodováních o zdanění či výdajích pohybovat. Neexistuje sice teorie, která by dokázala stanovit správnou míru veřejného dluhu, ale je prokázáno, že země, které zavedly fiskální pravidla, mají zdravější veřejné finance. Přitom by na dodržování cíle rozpočtové bilance v souladu se stabilním či klesajícím dluhovým břemenem dohlížela speciální fiskální Rada. Tento systém již používá Chile, Švédsko a Maďarsko. [74] Do svých ústav zakotvili taktéž Hongkong a Švýcarsko požadavek na dodržování vyrovnaného rozpočtu.

Podle George Kopitse, ředitele maďarské fiskální rady, musí dobrá a stabilní fiskální politika stát na čtyřech hlavních pilířích [74]:

- pravidlo číselné povahy, tj. je například stanovena cílová míra dluhu nebo závazek dosahovat v průběhu hospodářského cyklu rozpočtového přebytku ve výši 1 % HDP (takto stanovilo Chile),
- zavedení „prováděcích“ norem, mezi než patří kupříkladu strop pro zvyšování platů ve veřejném sektoru nebo pravidlo průběžného financování (tzv. „pay-go“),
- existence nezávislého a autoritativního orgánu, který dohlíží na plnění pravidel vládou,
- vedení úplného účetnictví veřejného sektoru.

Zavedení fiskálních pravidel a jejich plnění závisí na politické vůli, přičemž vždy hrozí riziko, že je zvolené vlády v dalších obdobích mohou porušovat. Není ani zaručeno, že fiskální pravidla jsou efektivní pro hospodářství daného státu. Je však rozhodně lepší mít i nedokonalá pravidla, než žádná. [74]

Evropská unie je však bohužel názorným příkladem, že i přes legislativní opatření - schodek veřejných financí členských států nesmí být vyšší než 3 % HDP, jejichž nedodržení má být trestáno sankcemi - jsou často porušovány a evropské orgány nevytvářejí žádnou aktivitu k jejich vymáhání. Proto by zejména pro evropské politiky měly být obavy z možné budoucí, ať finanční či dluhové krize, impulsem k důraznějšímu přístupu k respektování těchto rozpočtových pravidel.

Závěr

Od roku 2001 zažíval americký trh s nemovitostmi boom. Velmi nízké hypoteční úrokové sazby, kterých bylo dosaženo díky tehdejší uvolněné měnové politice americké centrální banky (FED), a příliš mírné podmínky a pravidla po poskytnutí úvěru, umožnily snadnější dostupnost hypoték pro tisíce lidí. Vzrůstající poptávka provázená nárůstem prodeje nemovitostí a jejich stoupajícími cenami v sobě skrývala bublinu nafoukávající se do obrovských rozměrů. S postupným navyšováním úrokových sazeb počínaje rokem 2004 však většina domácností nebyla schopna dostát svým závazkům a během následujících dvou let došlo k masivnímu nárůstu nesplácených hypoték a počtu zabavených domů. Na toto období mohli obyvatelé USA pamatovat jako na nepříznivou dobu pro ty z jejich spoluobčanů, kterým se sen o vlastním bydlení nesplnil. Mnozí Evropané a Asiaté by si možná nyní jen matně vzpomněli na to, že jeden z amerických trhů zažil výrazný propad.

Takto by se dalo hovořit o krizi, která by zasáhla pouze jedno odvětví Spojených států. Skutečnost je však taková, že s touto krizí bylo propojeno mnoho dalších faktorů, které společně zapříčinily její rozšíření do současné finanční celosvětové krize. Jedním z faktorů byla **sekurizitace** – finanční inovace, kterou bankovní instituce hojně využívají již od 70. let minulého století jako výhodný způsob financování. Americké banky se k ní uchýlily i v případě hypotečních úvěrů, když nechtěly čekat na klientovo splacení, ale rovnou tuto pohledávku podstoupily ve formě cenných papírů (*mortgage-backed-securities*) jiné instituci. Ty pak tyto cenné papíry shromažďovaly a vytvářely z nich další dluhové produkty, nejčastěji zajištěné dluhové obligace (*collateralized debt obligations*). Tisíce hypoték různé míry rizikovosti byly schovány do jednoho „balíčku“, jehož ohodnocení bylo zvoleno některou z ratingových agentur. V nemálo případech však byly balíčkům přisouzeny **nadhodnocené ratingy**, což se odvíjelo například od faktu, že tyto agentury byly placeny finančními institucemi, které o udělení ratingu žádaly. Dobře ohodnocené emitované dluhopisy byly hojně skupovány institucionálními i drobnými investory z různých států a kontinentů.

Finanční instituce se v sekuritizačním procesu neomezovaly pouze na hypotéky, ale i na

jiné formy úvěrů, přičemž využívaly stále novějších **finančních derivátů**, které podléhaly minimální, ne-li nulové kontrole ze strany regulátorů. Díky principu tohoto procesu mohly převádět rizika vyplývající z obchodování z instrumenty na jiné subjekty a bez postihu se tak dopouštět **morálního hazardu**. U představitelů velkých amerických bank navíc převažovalo přesvědčení, že řídí natolik významnou společnost, že není možné, aby v případě potíží vláda dopustila jejich krach (tzv. *too big to fail*).

Takto bezproblémově by sekuritizace nadále fungovala, kdyby nedošlo k výraznému poklesu hodnoty nemovitostí a tím pádem i poklesu cen cenných papírů krytých hypotečními úvěry. **Banky začala ohrožovat nízká likvidita**, a protože nebylo jasné, které z nich mají ve svých bilancích toxická aktiva, vznikla na mezibankovním trhu vzájemná nedůvěra. V několika následujících týdnech zasáhl celý americký finanční sektor problém se solventností, přičemž se zároveň zvyšovala nejistota i na evropských a asijských trzích. Centrální banky byly nuceny intervenovat obrovskými peněžními injekcemi. Během roku 2008 musely zakročit i vlády většiny států, protože se **krize z finančního sektoru přelila do reálných ekonomik**. Spojené státy vstoupily do recese již v prosinci 2007, Japonsko a eurozónu postihla o necelý rok později. Hospodářský propad nejvážněji ochromil evropské státy, zejména Island, Maďarsko, Lotyšsko, Řecko a Irsko, které pro svou záchranu musely přijmout mezinárodní finanční pomoc. **Česká republika patří ke skupině států, na které měla krize nejslabší dopad**. Na finančním trhu se projevila minimálně, což je zásluhou především konzervativního přístupu českých bank a jejich orientace na domácí trh, díky čemuž se vyhnuly problémům s nelikvidními cennými papíry. Protože je ale Česká republika velmi otevřenou proexportní ekonomikou, zasáhl ji citelně pokles vývozu. Nedostatek zahraničních zakázek ochromil průmyslovou výrobu, což se výrazně projevilo na propadu hospodářství. I když české vlády provedly různá opatření pro zmírnění recese, je pro oživování hospodářství České republiky od roku 2010 klíčový vývoj ekonomické situace v okolních zemích, zejména v Německu.

I když v centru vzniku finanční krize, USA, oficiálně skončila recese v červnu 2009, globální ekonomika rostla v roce 2010 již o 4,6 % a následující rok se očekává jen nepatrné zmírnění růstu, **nelze jednoznačně prohlásit krizi za ukončenou**. Spojené státy

dosud bojují s vysokou nezaměstnaností a enormním zadlužením a nepříznivá situace panuje i v Evropě, kde řada států (např. Portugalsko, Řecko) čelí dluhové krizi. Je proto složité odhadnout, jaké další výrazné dopady bude finanční krize mít a které z nich budou ty poslední.

Američtí i evropští představitelé vlád a centrálních bank vykonali mnoho, aby zabránili co nejhorším následkům současné krize. Politici zároveň v jejím průběhu zaváděli opatření, která mají zabránit jejímu opakování v budoucnosti. Z jejich činů uskutečněných v posledních třech letech lze vyrozumět, že jednou z příčin krize byla příliš slabá regulace finančních trhů. USA provedly největší finanční reformu od 30. let minulého století, když rozhodly o zřízení nových orgánů kontrolujících činnost finančních institucí, regulaci ratingových agentur i obchodu s finančními instrumenty, přičemž největší část regulačních opatření spadá na bankovní sektor. Souhlasím s těmi **kroky, které vedou k vyššímu dohledu nad činností agentur**, jež nezodpovědně hodnotily rizikové balíčky, **zprůsnění podmínek při poskytování úvěrů i regulaci stále nových a nových finančních derivátů**, která před krizí prakticky neexistovala. Jsem ovšem na pochybách o efektivnosti přísnější kontroly amerických bankovních institucí. Bankovníctví v USA je nejregulovanějším finančním odvětvím na světě. V tomto prostředí došlo pravděpodobně u jeho účastníků k vytvoření pocitu, že se pohybují ve zcela bezpečném a dostatečně hlídaném místě, které jim umožňuje pouštět se bez obav do hazardních obchodů. Nepovede nyní důraznější regulace k opakovanému vzniku tohoto dojmu? Osobně soudím, že nejúčinnějším řešením by bylo **úplné oddělení komerčního bankovníctví od investičního**, tzn. že rizikové investování prostřednictvím burz nebo obchodování s deriváty by bylo pouze v kompetenci investičních bank.

Je navíc zřejmé, že regulační opatření prováděná jednotlivě na národní úrovni nemůžou být plně dostačující, aby postihla celý tento globální problém, kterým současná krize je (či případně budoucí mohla být). **Celosvětově propojené finanční trhy potřebují mít globální dohled**, tj. mít svého globálního makroregulátora, který by se specializoval na jejich provázanou finanční strukturu, monitoroval ji a varoval by před případnými hrozbami. K vytvoření tohoto mezinárodního finančního orgánu by však byl nutný souhlas

všech států, nejen silných mocností, s čímž však v současnosti a blízké budoucnosti lze, vzhledem k rozdílným názorům politických představitelů, ztěžít počítat.

Velmi nízké úrokové sazby, které FED udržoval v období 2000-2004, rozpoutaly obrovský nárůst poptávky po hypotečních úvěrech a staly se tak jedním z dalších viníků současné krize. FED se prostřednictvím této expanzivní politiky snažil zabránit možné hospodářské recesi poté, co došlo k pádu nadhodnocených technologických akcií. Český ekonom Pavel Kohout hovoří o období od roku 2001 jako o politice „**postmonetarismu**“. Poukazuje na to, že dříve centrální banky reagovaly na změny v inflaci a na výkyvy hospodářského růstu, ale nyní se samy stávají iniciátorem změn, protože se více soustřeďují na očekávání. Subjektivní rozhodnutí několika málo představitelů těchto institucí mají obrovský vliv na osud miliónů lidí a vývoj ekonomiky vůbec. Měnovou politiku řídí zpravidla dle vývoje indexu spotřebitelských cen, jehož způsob výpočtu je však mnoha odborníky považován za pochybný. Stanovení takové metodiky výpočtu inflace, která by správně odpovídala skutečnému pohybu spotřebních cen, je obtížný úkol. Pokus o jeho splnění by každopádně měl být neustále v největším zájmu statistiků, ekonomů i politiků. I když pravděpodobně nemůže být dosažena nejefektivnější měnová politika vzhledem k omylnému lidskému faktoru, pomůže to alespoň se k ní přiblížit.

Cílem této diplomové práce bylo najít možnosti předcházení budoucím finančním krizím. Domnívám se, že neméně důležité je hledat i taková opatření, která minimalizují negativní účinky již vzniklých krizí. V Evropě čelí řada ekonomik vysokým rozpočtovým schodkům a stále rostoucímu dluhovému břemenu. Kdyby se tyto země držely Keynesova poučení a hradily své dluhy při přebytkovém rozpočtu, nemusely by se nyní vypořádávat s tak nákladnými následky krize. **Zavedení fiskálních pravidel a jejich respektování**, stejně jako udržování vyrovnaného rozpočtu, jsou proto těmi důležitými kroky, ke kterým by měly přistoupit.

Vzhledem k hospodářskému vývoji v posledních třech letech se objevily pochyby o smyslu ekonomie v souvislosti s její schopností (resp. neschopností) předvídat krize a nabídnout účinná řešení k jejich zamezení. Jen velmi málo ekonomů – ne víc jak deset, upozorňovalo na neblahou situaci na americkém hypotečním trhu před rokem 2007, což je oproti

obrovskému počtu všech ekonomických odborníků působících po celém světě alarmující. V současnosti se proto hledají nové metody a způsoby či využití procedur z jiných oborů pro předpovídání „otřesů“ na finančních trzích. Jedním z nich je tzv. **ekonofyzika**, která se zabývá aplikacemi postupů uplatňovaných ve fyzice na ekonomické obory. Ekonofyzikové zdůrazňují, že existuje jistá analogie mezi jevy vyskytujícími se ve fyzice a ekonomii. Do svých analýz zahrnují fakt, že trhy nejsou stabilní a samoregulovatelné a zároveň využívají obrovského množství údajů, které tyto trhy nabízejí. Na druhou stranu má tento obor řadu nedostatků. Soudím ovšem, že i ekonofyzika může být novou inspirací pro samotnou ekonomii. Ekonomika je dynamický systém, ve kterém dochází k neustálému vývoji, těžce odhadnutelnému, zejména v oblasti finančních trhů. Prvním impulsem k určité změně současného „směru“ ekonomie by snad mohla být tedy skutečnost, kterou tato krize naplno ukázala – finanční trhy nejsou schopny samy směřovat k rovnovážnému stavu a potřebují tak pomoc regulátorů.

Seznam použité literatury

- [1] KOHOUT, P. *Finance po krizi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 218 s. ISBN 80-247-3199-5.
- [2] FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1-4.
- [3] *Statistics and Historical Data* [online]. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011 [cit. 2010-10-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>>.
- [4] MUSÍLEK, P. Globální finanční krize a institucionální uspořádání finanční regulace [online]. 2009 [cit. 2010-10-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.ekf.vsb.cz/shared/uploadedfiles/cul33/Musilek.Petr.pdf>>.
- [5] ZEMÁNEK, J. Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky (1.díl) [online]. 2008 [cit. 2010-10-09]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypotek>>.
- [6] SOROS, G. *Nové paradigma pro finanční trhy: Úvěrová krize a co dál*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 141 s. ISBN 978-80-7021-997-3.
- [7] KOHOUT, P. Fannie Mae Enron [online]. 9. 9. 2008 [cit. 2010-10-11]. Dostupný z WWW: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=4502>>.
- [8] LÍKAŘOVÁ, Z. Evropě problémy nehrozí. *Zpravodajský server Hospodářských novin* [online]. 19. 9. 2007 [cit. 2010-10-09]. Dostupný z WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-22053030-evrope-problemy-nehrozi>>. ISSN 1213-7693.
- [9] KAMENÍKOVÁ, B.; SKOPALÍK, A. Převod rizik pomocí sekuritizace [online]. 2008 [cit. 2010-10-12]. Dostupný z WWW:

<<http://www.ekf.vsb.cz/shared/uploadedfiles/cul33/Kamenikova.Skopalik.pdf>>.

- [10] DORŇÁK, O. Hypoteční a finanční krize aneb Rozpočtová spirála [online]. 20. 2. 2009 [cit. 2010-10-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.investujeme.cz/clanky/hypotecni-a-financni-krize-aneb-roztocena-spirala/>>.
- [11] KRAFT, J.; FÁREK, J. *Světová ekonomika a ekonomická integrace v období globalizace*. 2. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2008. 252 s. ISBN 978-80-7372-413-9.
- [12] Po stopách krize. *Respekt*. 2008, roč. XIX, č. 43, s. 32-35. ISSN 0862-6545.
- [13] NIEDERMAYER, L. Samozvaní mocní. *Respekt*. 2010, roč. XXI, č. 20, s. 37-38. ISSN 0862-6545.
- [14] STANOVSKÝ, Z. Hedgeové fondy [online]. 2006 [cit. 2010-10-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=505>>.
- [15] Sekuritizace – novodobý globální trend s následky krize. *Finanční noviny* [online]. 29. 4. 2010 [cit. 2010-10-14]. Dostupný z WWW: <http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id_seznam=1070>. ISSN 1213-4996.
- [16] UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE. *Morální hazard: Vymezení, příčiny a důsledky*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Karolinum, 2010. 61 s. ISBN 978-80-246-1823-4.
- [17] *Monitoring centrálních bank* [online]. Praha: Česká národní banka, 2006 [cit. 2010-10-12]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0603_mcb.pdf>.

- [18] STUCHLÍK, J. Pád Merrill Lynch. Jak ikonu pohřbily hypotéky [online]. 8. 6. 2009 [cit. 2010-11-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.penize.cz/investice/54077-pad-merrill-lynch-jak-ikonu-pohrbily-hypoteky>>.
- [19] KRÁLÍČEK, T. Americká Citigroup utrpěla výraznou ztrátu. *Zpravodajský server Hospodářských novin* [online]. 15. 1. 2008 [cit. 2010-11-14]. Dostupný z WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-22764750-americka-citigroup-utrpela-vyraznou-ztratu>>. ISSN 1213-7693.
- [20] NIEDERMAYER, L. Krize nekončí. *Respekt*. 2008, roč. XIX, č. 38, s. 28-29. ISSN 0862-6545.
- [21] POLOLÁNÍK, L. Finanční krize – jak to začalo [online]. 14. 10. 2008 [cit. 2010-11-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/195113-financni-krize-jak-to-zacalo/>>.
- [22] Důvody finanční krize v USA [online]. [cit. 2010-11-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.atlantik.cz/zpravodajstvi/turbulentni-rijnove-dny/duvody-krize-v-usa>>.
- [23] Noční můra Wall Street. *Respekt*. 2008, roč. XIX, č. 39, s. 30-33. ISSN 0862-6545.
- [24] Krize – Finanční krize, ekonomická a hospodářská krize 2008/2009 [online]. 16. 9. 2010 [cit. 2010-11-15]. Dostupný z WWW: <<http://zpravy.kurzy.cz/financni-krize/>>.
- [25] *Monitoring centrálních bank* [online]. Praha: Česká národní banka, 2008 [cit. 2011-03-28]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf>.
- [26] SOCHOR, J. Islandu hrozí státní bankrot. *Zpravodajský server Hospodářských novin* [online]. 8. 10. 2008 [cit. 2010-11-16]. Dostupný z WWW:

<<http://hn.ihned.cz/c1-28874270>>. ISSN 1213-7693.

- [27] NIEDERMAYER, L. Evropská cesta. *Respekt*. 2008, roč. XIX, č. 42, s. 14. ISSN 0862-6545.
- [28] NIEDERMAYER, L. Sazby dolů! *Respekt*. 2008, roč. XIX, č. 46, s. 9. ISSN 0862-6545.
- [29] Návrat hospodářského nacionalismu. *Respekt*. 2009, roč. XX, č. 7, s. 30-31. ISSN 0862-6545.
- [30] VRÁTNÍKOVÁ, K. Evropský tisk: Summit G20 byl pozitivním signálem. *Zpravodajský portál iDNES* [online]. 3. 4. 2009 [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://ekonomika.idnes.cz/evropsky-tisk-summit-g20-byl-pozitivnim-signalem-f6s-/eko-zahranicni.aspx?c=A090403_165502_eko-zahranicni_kvr>.
- [31] KUPEC, O.; LANG, H. Celosvětová finanční, automobilová a konjunkturální krize. *E+M Ekonomie a Management* [online]. 2009 [cit. 2010-12-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-celosvetova-financi-automobilova-a-konjunkturalni-krize.html>>.
- [32] *Dopady finanční krize na vybrané země* [online]. Praha: Hospodářská komora České republiky [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.komora.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art_29042/dopady-financni-krize-na-vybrane-zeme.aspx>.
- [33] Recese v USA skončila, nezaměstnanost ale ještě poroste [online]. 12. 10. 2010 [cit. 2010-12-04]. Dostupný z WWW: <<http://www.ct24.cz:8080/ekonomika/69428-recese-v-usa-skoncila-nezamestnanost-ale-jeste-poroste/>>.

- [34] Svět v potížích. *Respekt*. 2010, roč. XXI, č. 7, s. 32-33. ISSN 0862-6545.
- [35] Euro znovu oslabuje, sázky na bankrot Řecka znovu rostou. *Zpravodajský portál iDNES* [online]. 3. 5. 2010 [cit. 2010-12-04]. Dostupný z WWW: <http://ekonomika.idnes.cz/euro-znovu-oslabuje-sazky-na-bankrot-recka-naopak-rostou-pzr-/eko-zahranicni.aspx?c=A100503_131204_eko-zahranicni_vem>.
- [36] STUHLÍKOVÁ, J. Vzestup a pád miláčka Evropy. *Respekt*. 2010, roč. XXI, č. 48, s. 22-23. ISSN 0862-6545.
- [37] Měnová válka by nabourala globální ekonomiku, shodli se světoví lídři. *Zpravodajský portál iDNES* [online]. 2010 [cit. 2010-12-04]. Dostupný z WWW: <http://ekonomika.idnes.cz/menova-valka-by-nabourala-globalni-ekonomiku-shodli-se-svetovi-lidri-1ja-/eko-zahranicni.aspx?c=A101009_135155_eko-zahranicni_vem>.
- [38] NEMĚC, J. Ameriku trápí nezaměstnaní. *Ekonom*. 2010, č. 44, s. 70-71. ISSN 1213-7693.
- [39] LAVIČKA, V. Ekonomika v roce 2011: svět zvolní tempo. Potrápí jej dluhy i tvrdší asijská konkurence. *Zpravodajský portál Hospodářských novin* [online]. 30. 12. 2010 [cit. 2011-02-07]. Dostupný z WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-49071890-svet-zvolni-tempo-potrapi-ho-dluhy-i-tvrdsi-asijska-konkurence>>. ISSN 1213-7693.
- [40] NIEDERMAYER, L. Rána za ranou. *Respekt*. 2008, roč. XIX, č. 39, s. 14. ISSN 0862-6545.
- [41] ŘEŽÁBEK, P. (zprac.). *Dopady finanční krize na podnikání v České republice* [online]. Praha: Česká národní banka, 2009-03-17 [cit. 2011-02-03]. 40 s. Dostupný z WWW:

- <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rezabek_20090317_caki.pdf>.
- [42] ZAMRAZILOVÁ, E. (zprac.). *Světová finanční krize a její důsledky pro českou ekonomiku* [online]. Brno: Česká národní banka, 2009-12-02 [cit. 2011-02-04]. 20 s. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Zamrazilova_20081202_brno.pdf>.
- [43] TOPOLÁNEK, M. Dopady světové finanční krize na Českou republiku [online]. [cit. 2011-02-04] Dostupný z WWW: <<http://www.fragmenty.cz/archiv/iy328.htm>>.
- [44] *Vývoj HDP v ČR* [online]. 2010 [cit. 2011-02-09]. Dostupný z WWW: <<http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>>.
- [45] VĚRTELÁŘ, V. Co přinesl rok 2010 pro hospodářství a obyvatelstvo ČR? *Haló noviny* [online]. 26. 1. 2010 [cit. 2011-02-07]. Dostupný z WWW: <<http://www.halonoviny.cz/articles/view/212953>>. ISSN 1210-1494.
- [46] SACHR, T.; SOBOTA, J.; LAUDER, S. Jak zkrotit malou zemi. *Respekt*. 2009, roč. XX, č. 6, s. 28-32. ISSN 0862-6545.
- [47] *Průmysl a energetika ČR* [online]. Praha: Český statistický úřad, 2011 [cit. 2011-02-14]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/prua_cr>.
- [48] SAP: Počet pracovníků v českém automobilovém průmyslu v roce 2009 klesl o 14 000 lidí [online]. 24. 2. 2010 [cit. 2011-02-04]. Dostupný z WWW: <<http://www.autofox.cz/index.php?idx=11698>>.
- [49] *Dopady celosvětové ekonomické krize na hospodářství ČR* [online]. Praha: Hospodářská komora České republiky, 2011 [cit. 2011-02-07]. Dostupný z WWW:

<http://www.komora.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-z-domova/art_29043/dopady-celosvetove-ekonomicke-krize-na-hospodarstvi-cr.aspx>.

- [50] KUBÁTOVÁ, Z. Letos zkrachuje přes 2000 firem. Počet bankrotů útočí na rekord [online]. 2010 [cit. 2011-02-07]. Dostupný z WWW: <<http://www.csob.cz/cz/sme/infoservis/legislativa-a-pravo/obchodni-pravo/Stranky/infodet.aspx?para=5606>>.
- [51] *Česká ekonomika v roce 2010 – základní trendy* [online]. Praha: Český statistický úřad, 2011 [cit. 2011-02-14]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/ceska_ekonomika_v_roce_2010_zakladni_trendy> .
- [52] *Národní protikrizový plán* [online]. Praha: Vláda ČR, 2009 [cit. 2011-02-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/predstavujeme/Strucne-o-Narodnim-protikrizovem-planu.pdf>>.
- [53] *Národní protikrizový plán* [online]. Praha: Vláda ČR, 2009 [cit. 2011-02-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/predstavujeme/NPP.pdf>>.
- [54] Vláda včera schválila Konvergenční program a „exit strategy“. *Euroactiv* [online]. 9. 2. 2010 [cit. 2011-02-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/vlada-vcera-schvalila-konvergenčni-program-a-exit-strategy-007060>>. ISSN 1803-2486.
- [55] SHILLER, J. R. *Investiční horečka*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. 293 s. ISBN 978-80-247-2482-9.
- [56] SCHIFF, D. P.; DOWNES, J. *Crash proof: krizi navzdory: jak vydělat v době recese*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 264 s. ISBN 978-80-251-2365-2.

- [57] JURAJDA, Š. Poznámky v rámci panelu ČSE [online]. 4. 12. 2009 [cit. 2011-01-26]. Dostupný z WWW:
<http://www.cse.cz/_data/attachments/d1627984b098f5268451962e05e8a329/VS%2008%20-%20panel%20-%20Jurajda.pdf>.
- [58] STANLEY, H. E. et al. *Anomalous fluctuations in the dynamics of complex systems: from DNA and physiology to econo-physics*. New York: Elsevier, 1996. 321 s. ISSN 03784371.
- [59] KIYOSAKI, R. *Konspirace mocných a bohatých*. 1. vyd. Praha: Pragma, 2010. 266 s. ISBN 978-80-7349-209-0.
- [60] Littera Scripta. 2008, roč. 1, č. 2. České Budějovice: Vysoká škola technická a ekonomická v Českých Budějovicích, 2008. 1x ročně. ISSN 1802-503X.
- [61] VOZÁR, Mário. *Krachy na burzách z pohľadu ekonofyziky*. [Diplomová práce]. Bratislava: Univerzita Komenského v Bratislavě, Fakulta matematiky, fyziky a informatiky, 2006. 53 s. [online]. Dostupné z WWW:
<<http://www.iam.fmph.uniba.sk/studium/efm/diplomovky/2006/vozar/diplomovka.pdf>>.
- [62] SORNETTE, D. *Critical Market Crashes*. 1st ed. Los Angeles: Physics Reports, 2004. 378 s. ISBN 1579550088.
- [63] BRYCHTA, J. Fed za hypoteční bublinu nemůže? A kdo tedy? [online]. 5. 1. 2010 [cit. 2011-01-25]. Dostupný z WWW: <http://blog.ihned.cz/c3-39727370-YBrych_d-fed-za-hypotecni-bublinu-nemuze-a-kdo-tedy>.
- [64] BONNER, B.; WIGGIN, A. *Empire of Debt*. 1st ed. New Jersey: John Wiley and Sons, 2006. 384 s. ISBN 0-471-73902-2.
- [65] TOMAN, K. 21. červenec 2010, reforma Wall Streetu je tady [online]. 21. 7. 2010 [cit. 2011-01-26]. Dostupný z WWW:

<<http://aktualne.centrum.cz/grafika/2010/07/21/21-cervenec-2010-reforma-wall-streetu-je-tady/>>.

- [66] AKRMAN, L. Schváleno: Pravidla pro ratingové agentury budou v EU přísnější. *Zpravodajský server Hospodářských novin* [online]. 23. 4. 2009 [cit. 2011-01-26]. Dostupný z WWW: <http://zahranicni.ihned.cz/2-36836980-003J00_d-60>. ISSN 1213-7693.
- [67] KOLLÁR, M. Může Basel II vše spasit? [online]. 2007 [cit. 2011-01-28]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2007/cl_07_070806.html>.
- [68] HOLMAN, R. Budoucnost kapitálové regulace bank. *Zpravodajský server Hospodářských novin* [online]. 21. 5. 2009 [cit. 2011-01-28]. Dostupný z WWW: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10066470-37195110-900000_d-budoucnost-kapitalove-regulace-bank>. ISSN 1213-7693.
- [69] NIEDERMAYER, L. Vzhůru na banky. *Respekt*. 2010, roč. XXI, č. 10, s. 36. ISSN 0862-6545.
- [70] ŠAUR, M. Německo chce prosadit globální daň. Může fungovat? *Týden* [online]. 23. 9. 2009 [cit. 2010-11-28]. Dostupný z WWW: <http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/svet/nemecko-chce-prosadit-globalni-dan-muze-fungovat_140108.html>. ISSN 1210-9940.
- [71] KOHOUT, P. Trest jménem bankovní daň [online]. 21. 6. 2010 [cit. 2011-01-29]. Dostupný z WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/penize/trest-jmenem-bankovni-dan/>>.
- [72] Hvězdou summitu bude Tobinova daň. *Zpravodajský server Lidových novin* [online]. 24. 9. 2009 [cit. 2011-01-26]. Dostupný z WWW:

<http://www.lidovky.cz/hvezdou-summitu-bude-tobinova-dan-dr7-/ln_noviny.asp?c=A090924_000071_ln_noviny_sko&klic=233438&mes=090924_0>. ISSN 1213-1385.

[73] Kanada: finanční a daňový sektor [online]. [cit. 2011-01-26]. Dostupný z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/kanada-financni-a-danovy-sektor/5/1000849/#TOP>>.

[74] Zdraví států rok poté. *Ekonom*. 2009, č. 37, s. 50-51. ISSN 1213-7693.